



Ausblick 4. Quartal 2009

Konjunkturaufschwung nimmt Fahrt auf –
aber wie lange?



Konjunkturaufschwung nimmt Fahrt auf – aber wie lange?



Dr. Helmut Kaiser,
Global Chief
Investment Strategist

Liebe Anlegerin, lieber Anleger,

die globale Konjunkturerholung beschleunigt sich. In fast allen Regionen wurden die Wachstumsprognosen weiter nach oben revidiert, das Weltwirtschaftswachstum sieht die Deutsche Bank jetzt bei 3,5 Prozent in 2010. Die Gründe dafür sind: bessere Finanzierungsbedingungen, ein starker Umschwung im Lagerzyklus und die Wirksamkeit der staatlichen Konjunkturprogramme. Die wichtigste Frage ist jetzt, ob die private Nachfrage die Lücke füllt, wenn der Lagerzyklus und die expansive Fiskalpolitik nicht mehr so stark wirken. Auf jeden Fall dürfte sich aber der Konjunkturaufschwung im Lauf des Jahres 2010 abschwächen, wenn die Hilfsprogramme langsam auslaufen und die Geldpolitik weniger expansiv wird. Die notwendige Rückführung der stark steigenden Staatsverschuldung dämpft ebenfalls kurzfristig das Wachstum.

Positiv ist das robuste Wachstum in vielen Emerging Markets, das in zunehmendem Maß zum Weltwirtschaftswachstum beitragen wird. Eine niedrige Kapazitätsauslastung und der insgesamt eher moderate Aufschwung in den G7-Ländern dürften den Inflationsdruck begrenzen und auch in 2010 für niedrige Inflationsraten sorgen.

Während die Zentralbanken in den USA und in Europa angesichts der Stabilisierung im Bankensektor und der Konjunkturerholung graduell wieder die Liquidität reduzieren, ist mit Leitzinserhöhungen der EZB und der Fed frühestens im 2. Halbjahr 2010 zu rechnen. Die Fed möchte vermutlich vor Zinserhöhungen eine Stabilisierung der privaten Nachfrage sehen. Wir rechnen damit, dass die EZB den ersten Schritt macht.

Die Zinsen auf langfristige Staatspapiere sind über den Sommer, trotz der gesunkenen Risikoaversion und der Rallye an den Aktienmärkten, erstaunlich niedrig geblieben. Nichtsdestotrotz dürfte der steigende staatliche Finanzierungsbedarf in vielen Ländern früher oder später Aufwärtsdruck auf die Renditen ausüben, insbesondere dann, wenn die Wirtschaftsindikatoren wieder nach oben überraschen. Allerdings dürften weiterhin niedrige Leitzinsen, moderate Inflationsraten, global hohe Ersparnisse und eine schwache Kreditnachfrage des privaten Sektors dafür sorgen, dass der Zinsauftrieb relativ gedämpft ausfällt.

Ein kräftiger Konjunkturaufschwung, reichlich Liquidität und niedrige Zinsen sind positive Grundvoraussetzungen für eine

Aktienmarktrallye. Die im März begonnene globale Rallye setzte sich im September fort, wenn auch mit etwas geringerer Dynamik als im Sommer. Wie weit können die Aktienkurse noch steigen? Das hängt davon ab, wie weit die erwartete Gewinnverbesserung in 2010 schon eingepreist ist. Weitere Stützungsfaktoren sind die erwarteten Zuflüsse in diese Assetklasse, der synchrone Konjunkturaufschwung in allen Regionen und die anhaltend großzügigen geldpolitischen Bedingungen.

Aktien Industrieländer: Ein starker zyklischer Umschwung, reichlich Liquidität und niedrige Zinsen sind positive Grundvoraussetzungen und sprechen für weiteres Aufwärtspotenzial an den Aktienmärkten in den USA und Europa.

Aktien Emerging Markets: Trotz des in diesem Jahr bereits erreichten starken Kursanstiegs dürften vor allem die Region Asien, Brasilien und Mexiko aufgrund kräftiger Inlandsnachfrage und der erwarteten Exporterholung noch weiteres Potenzial haben.

Staatsanleihen: Renditen sind aufgrund niedrig bleibender Leitzinsen und moderater Inflationserwartungen kurzfristig verankert. Bessere Wachstumsaussichten und hoher staatlicher Finanzierungsbedarf werden 2010 zu höheren Renditen führen.

Unternehmensanleihen & Emerging-Markets-Anleihen: Trotz der anhaltenden Rallye ist weiteres Potenzial für Unternehmensanleihen begrenzt. Sobald die Zinsen anziehen, dürfte sich das auf die Assetklasse negativ auswirken. Emerging-Markets-Hartwährungsbonds bleiben von den guten Fundamentaldaten und hohen Zuflüssen gestützt.

Liquidität & Währungen: Bis es deutliche Zeichen eines Ausstiegs aus Niedrigzinsen und eine quantitative Lockerung gibt, sehen wir keine Trendwende bei dem sich abschwächenden US-Dollar.

Immobilien & Infrastruktur: Während wir eine breit angelegte deutliche Erholung bei Gewerbeimmobilien bis ins Jahr 2010 für unwahrscheinlich halten, weisen vereinzelte Märkte wie zum Beispiel Großbritannien erste Stabilisierungstendenzen auf. Asien bevorzugen.

Rohstoffe: Gold als Beimischung zur Absicherung gegen Eventrisiken. Niedrige Agrarpreise bieten günstige Einstiegsmöglichkeiten.

Private Equity: Aufgrund des hohen Refinanzierungs- und Restrukturierungsbedarfs im Unternehmenssektor erachten wir die Private-Equity-Strategien „Distressed Investing“ und „Mezzanine“ als attraktiv.

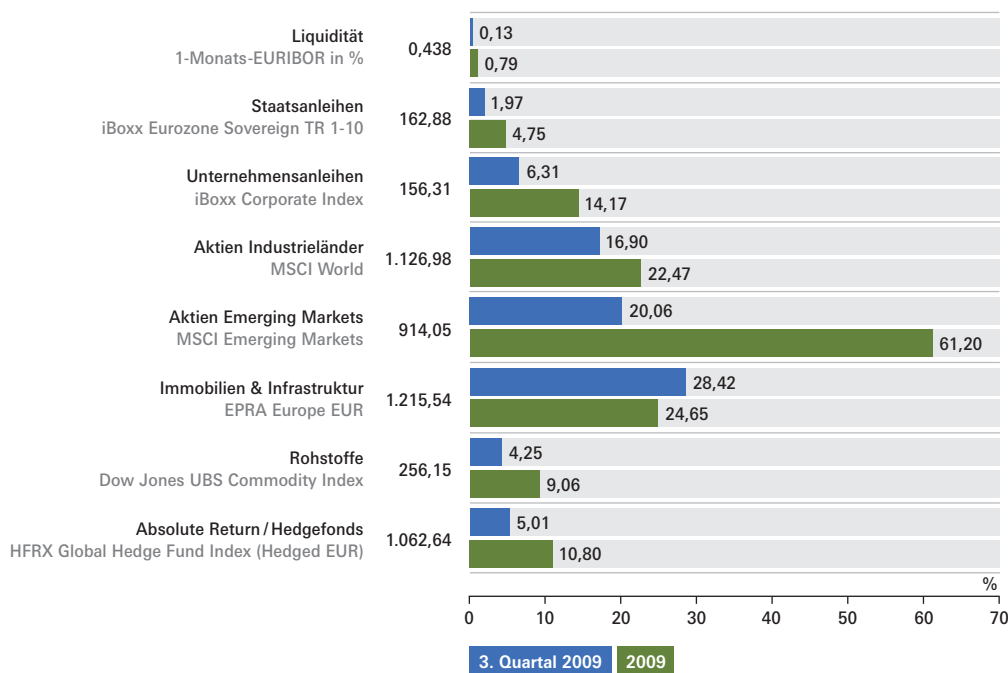
Hedgefonds: Hedgefonds bleiben eine feste Größe im Anlageuniversum. Die Beimischung von aktiven Handelsstrategien ist in den nächsten Monaten empfehlenswert.

Ihr

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Helmut Kaiser', written in a cursive style.

Marktentwicklungen

Entwicklung einzelner Anlageklassen im Quartalsvergleich (jeweils in lokaler Währung)



Aufgrund der starken konjunkturellen Erholung und der Rückkehr der Risikofreude konnten chancenorientierte Anlageklassen wie Aktien und Rohstoffe im 3. Quartal weitere deutliche Kursgewinne verzeichnen. An der Spitze der Entwicklung standen erneut Aktien aus den Emerging Markets. Unternehmensanleihen profitierten ebenfalls von der Aufhellung des wirtschaftlichen Umfelds und der hohen Liquidität, die im Markt vorhanden ist. Staatsanleihen konnten vor dem Hintergrund der immer unattraktiveren Geldmarktverzinsung einen moderaten Zuwachs verzeichnen. Immobilien und Infrastrukturanlagen legten gestützt durch die staatlichen Konjunkturprogramme und die wirtschaftliche Erholung weiter zu. Absolute Return baute das Plus zur Jahresmitte im 3. Quartal erneut aus.

Quelle: Bloomberg

Stand: 06.10.2009

Von Wolfgang Stöhr

Positive Ertragsperspektiven sorgen für Kursavancen

Die entwickelten Aktienmärkte legten mit Ausnahme von Japan im 3. Quartal 2009 nochmals deutlich zu. Weltweit besser als erwartet ansteigende Stimmungsindikatoren sowie im Monatsvergleich sich verbessernde reale Indikatoren wie Auftragseingänge und Industrieproduktion deuteten auf eine spürbare Konjunkturerholung im 2. Halbjahr 2009 und in 2010 hin. Der dadurch zunehmende Optimismus unter den Anlegern wurde durch besser als erwartet ausgefallene Unternehmensberichte zum 2. Quartal noch gestärkt. Allerdings lagen die ausgewiesenen Unternehmensgewinne noch deutlich unter dem Vorjahr. Aktien profitierten darüber hinaus vom starken Renditerückgang der Anleihen, der die relative Attraktivität nennenswert erhöhte. Zu Quartalsende sorgten einige unter den Erwartungen ausgefallene Konjunkturdaten sowie die bevorstehende Berichtssaison für eine gewisse Zurückhaltung der Investoren.

Bessere Gewinnsituation gibt Auftrieb

Seit März führte der starke Kursanstieg, wie in einer sich abzeichnenden Konjunkturerholung üblich, zu einer deutlichen Erholung der anfangs noch unter dem Durchschnitt liegenden Marktbewertungen. Eine weitere geringe Bewertungsexpansion ist wahrscheinlich. Die hohe relative Attraktivität gegenüber anderen Anlageklassen, insbesondere den Anleihen mit einem nach wie vor niedrigen Zinsniveau, und eine wieder anziehende Risikobereitschaft angesichts der hohen Anlagemittel der Anleger dürften dazu beitragen. Insbesondere in Euroland gibt es noch Raum für höhere Gewinnmultiplikatoren.

Neben der Bewertung gerät nun unseres Erachtens mehr und mehr die Ertragsentwicklung des Unternehmenssektors als Haupttreiber für die Aktienmärkte in den Fokus. Die Unterneh-

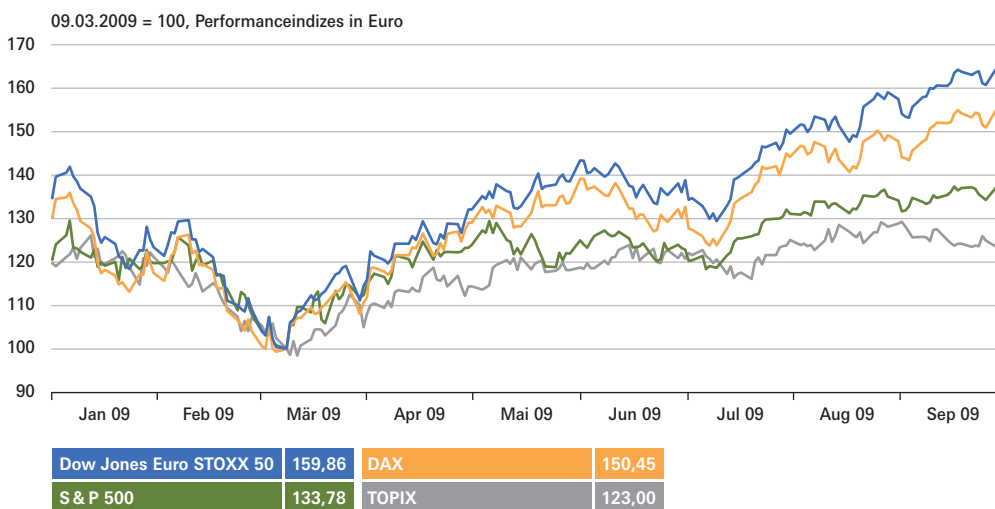
mensgewinne sollten ab dem laufenden 4. Quartal im Vorjahresvergleich zulegen und den Aktien spürbar Auftrieb geben. Es ist davon auszugehen, dass dank umfangreicher fiskal- und geldpolitischer Unterstützung für 2010 der erwartete globale Wirtschaftsaufschwung verbunden mit den Restrukturierungs- und Kostensenkungsmaßnahmen zu einem deutlich überproportionalen Wachstum der Unternehmenserträge in 2010 führt. Eine steigende Kapazitätsauslastung als Folge der Konjunkturerholung unterstützt den positiven Ertragstrend. Die derzeitige Analystenschätzung von einem Gewinnanstieg von über 20 Prozent in den Industrieländern scheint erreichbar und ist mit den Gewinnrends in der Erholungsphase nach einer Rezession vergleichbar.

Zyklischere Ausrichtung ratsam

In der bevorstehenden Berichtssaison zum 3. Quartal könnten einige unter den Erwartungen liegende schwache Resultate nochmals zeitweise zu Gewinnmitnahmen führen. Die gesamte Berichtssaison sollte allerdings die hohen Gewinnerwartungen durch tendenziell positive Unternehmensausblicke zur Geschäftsentwicklung untermauern. Vor diesem Hintergrund raten wir zum Investment in die entwickelten Aktienmärkte.

Während der Berichtssaison favorisieren wir aus Ertrag-Risiko-Gesichtspunkten zunächst noch zum einen den eher defensiveren US-Aktienmarkt als auch den zyklischeren und einen hohen Finanzanteil aufweisenden Euroland-Markt. Auf Sektorebene raten wir, aufgrund der Konjunkturerholung den zyklischen Anteil zu erhöhen. In den USA sollten dabei die Sektoren Energie sowie Technologie und in Europa Industrie, Medien, Reisen & Verkehr sowie Technologie im Vordergrund stehen.

Europäische Aktienmärkte dank starkem Euro seit März mit deutlicher Outperformance



Die entwickelten Aktienmärkte setzten mit Ausnahme von Japan im 3. Quartal ihren im März begonnen Aufwärtstrend fort. Die Märkte in Euroland legten dabei mit knapp 20% am stärksten zu. Wir rechnen angesichts des günstigen Umfelds, das durch steigende Unternehmensgewinne und eine starke globale Wirtschaftserholung in den nächsten Quartalen geprägt ist, mit weiteren Kursavancen an den internationalen Aktienmärkten.

Quellen: Deutsche Bank Global Investment Solutions, Thomson Reuters Datastream

Stand: 01.10.2009

Von Dr. Elke Speidel-Walz

Starke Performance setzt sich fort

Die Kursrallye an den Aktienmärkten der Emerging Markets setzte sich im September weiter fort. Seit Jahresanfang stiegen die Kurse um 53 Prozent (in Euro). Die makroökonomischen Rahmenbedingungen sind weiter positiv: Die **Wirtschaftswachstumsprognosen** wurden für 2010 weiter nach oben revidiert (siehe Grafik). Eine Umkehr des Zinszyklus ist damit näher gekommen, wird aber nicht vor 2010 erwartet. Die Zinssätze dürften aber selbst dann auf wachstumsfreundlichem Niveau bleiben. Die geldpolitische Umkehr beginnt vermutlich in Asien, weil hier die Erholung am dynamischsten ist, die Rohstoffpreise ein hohes Gewicht im Inflationsindex haben und die Assetpreise (Aktien und Immobilien) stark steigen.

Aktienmärkte profitieren von kräftiger Inlandsnachfrage und erwarteter Exporterholung

Für die Emerging-Markets-Aktienmärkte sehen wir insgesamt weiteres Aufwärtspotenzial aufgrund der positiven Kombination steigender lokaler und globaler Nachfrage, niedriger Zinsen, niedriger Lohnstückkosten und steigender Gewinne. Fast alle Regionen verzeichneten über den Sommer eine Kursrallye. **Osteuropa** profitiert von der anziehenden Konjunktur in Westeuropa. Allerdings sind die inländischen Bankensektoren anfällig durch steigende Kreditausfallraten. Außerdem ist kurzfristig ein negativer Effekt zu erwarten, wenn die deutschen Autosubventionen wegfallen. Generelle Schwachpunkte der Region sind: hohe Verschuldung und Abhängigkeit von Kapitalzuflüssen.

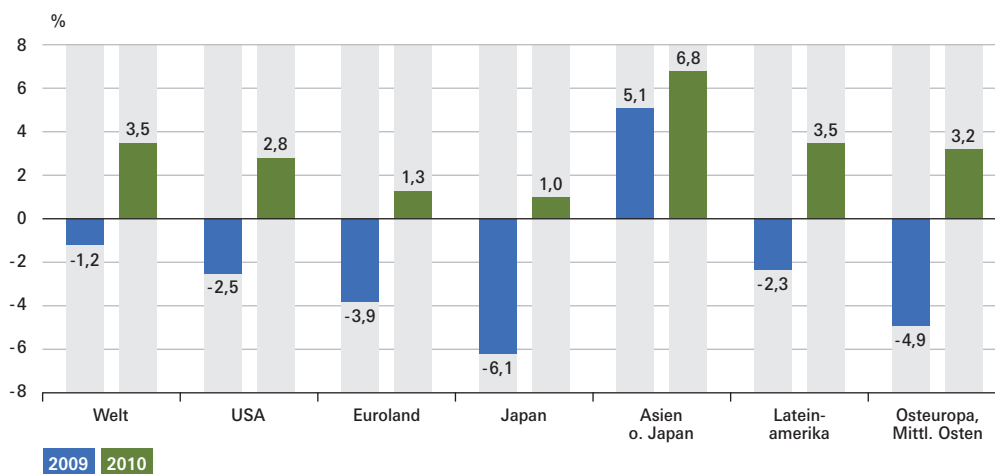
Asien und Lateinamerika bleiben unsere bevorzugten Regionen

In **Asien** ist das Wachstum am dynamischsten, die globale Exporterholung dürfte sich in den nächsten Monaten zusätzlich positiv auswirken. Innerhalb Asiens sind auf kurze Sicht die

zyklisch sensitiven Länder **Taiwan, Singapur und Korea** am attraktivsten. Der **chinesische Aktienmarkt** pausierte im September nach einem starken Anstieg seit März. Steigende Neuemissionen belasten, aber bis Jahresende sehen wir Aufwärtspotenzial, da die Ängste bezüglich Liquiditätsverknappung unserer Meinung nach übertrieben sind. In **Indonesien** sprechen mehrere Gründe für langfristiges Potenzial: kräftiges Wirtschaftswachstum und Gewinnsteigerungen, Spielraum für niedrigere Zinsen, aktuell noch höchste Bondrenditen in Asien und eine stabilere politische Lage. Der Aktienmarkt hat dies bereits in hohem Maß eingepreist und verzeichnete die beste Performance in Asien in diesem Jahr. Deswegen bestehen auf sehr kurze Sicht Rückschlagsrisiken. Am **indischen Aktienmarkt** birgt ein wetterbedingter Rückgang der Agrarproduktion das Risiko eines temporären Rückschlags, mittelfristig sehen wir den Markt positiv. Geld- und Fiskalpolitik dürften weiter unterstützen, selbst wenn die Zinsen graduell wieder angehoben werden. Besonders attraktiv sind der Finanz- und der IT-Sektor dank der Gewinne von der G7-Erholung.

In **Lateinamerika** bleibt der Ausblick für die nächsten Monate positiv. Dies gilt insbesondere in **Mexiko**, wo sich ein zehnpromzentiger Umschwung im BIP-Wachstum von 2009 auf 2010 abzeichnet im Einklang mit dem erwarteten starken Wachstum im 3. und 4. Quartal in den USA. In **Brasilien** profitieren die Aktienmärkte vom kräftigen Konjunkturaufschwung. Allerdings steigt die Wahrscheinlichkeit, dass angesichts der expansiven Fiskalpolitik im Laufe des nächsten Jahres die Leitzinsen wieder erhöht werden. Aber in den nächsten Monaten dürften höhere Gewinnerwartungen und starke Zuflüsse den Aktienmarkt weiter begünstigen.

Auch bei der BIP-Wachstumsprognose liegen die Emerging Markets vorne



Die Emerging Markets tragen in 2010 den Hauptteil zum Weltwirtschaftswachstum bei. In Asien (ohne Japan) sind die Volkswirtschaften sogar im Krisenjahr 2009 deutlich gewachsen.

Quellen: Deutsche Bank Global Investment Solutions, Deutsche Bank Global Market

Stand: 01.10.2009

Von Dr. Konrad Aigner

Geldmarktsätze halten Renditen niedrig

Geld ist derzeit außergewöhnlich billig, die Geldmarktsätze liegen auf historischen Tiefständen. Da Kassenhaltung kaum Zinsen erbringt, suchen viele Anleger nach Alternativen, die bei etwas mehr Risiko eine höhere Rendite erzielen. Die Zuflüsse in länger laufende Staatsanleihen haben daher deutlich zugenommen. Trotz eines Rekordbetrags von neu begebenen US-Staatsanleihen und einer Rallye an den Aktienmärkten sind die Renditen lang laufender Staatsanleihen in den letzten Wochen gefallen. In den USA und der Eurozone nähern wir uns bei zehnjährigen Laufzeiten wieder der Dreiprozentmarke. Neben den Zuflüssen und dadurch günstigen Emissionsergebnissen haben Deflationsbefürchtungen, die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken und etwas schwächere als von den Finanzmärkten erwartete US-Konjunkturdaten wie der Arbeitsmarktbericht und die Auftragseingänge zu den Kursanstiegen an den internationalen Rentenmärkten beigetragen.

Inflationsindexierte Anleihen fair bewertet

Die niedrige Auslastung der Kapazitäten und eine verhaltene Konjunkturerholung in den Industrieländern werden die Inflationsraten niedrig halten. Preistreibende Effekte von höheren Energiepreisen dürften nur kurzfristig auftreten. Inflationsindexierte Anleihen, die sich zuletzt besser entwickelt hatten als nominale Anleihen, betrachten wir in diesem Umfeld als fair bewertet. Wir gehen davon aus, dass sich inflationsindexierte Anleihen in den kommenden Wochen nicht besser entwickeln als nominale Anleihen, und empfehlen, für Neuanlagen günstigere Einstiegszeitpunkte abzuwarten.

Rentenmarktumfeld nicht ohne Risiken

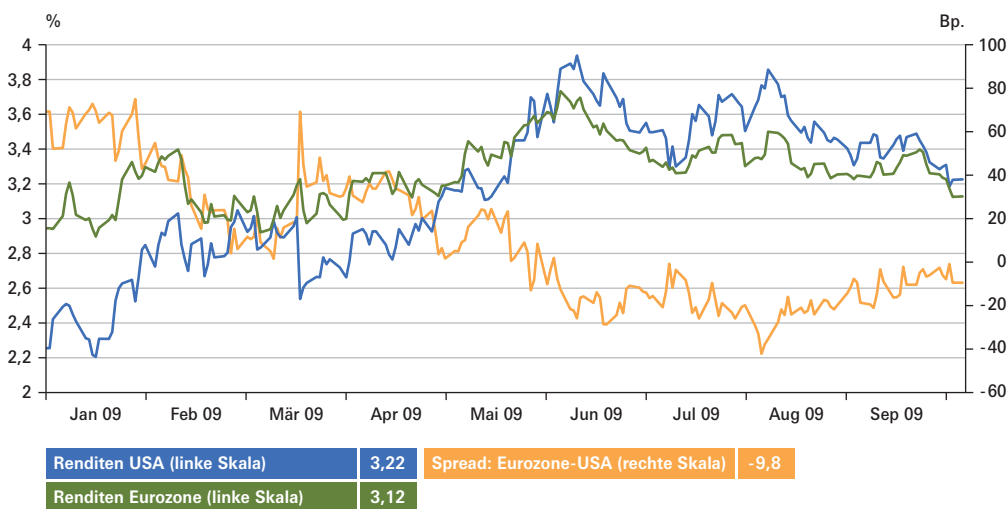
Eine Reihe von Argumenten spricht zunächst weiter für ein niedriges Renditeniveau. Sowohl die US-Notenbank als auch die EZB

werden voraussichtlich bis weit in das nächste Jahr ihre Leitzinsen unverändert lassen. Dadurch erhalten auch die Renditen länger laufender Staatsanleihen eine wichtige Stütze. Niedrige Inflationsraten, Umschichtungen aus unbefriedigend niedrig verzinsten Geldmarktanlagen und Konjunkturunsicherheiten halten die Renditen auf niedrigen Niveaus. Dennoch ist das Umfeld nicht ohne Risiken für Anlagen in lang laufenden Staatsanleihen. Der Übergang von den unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen wie Ankäufe von Anleihen zu „normalen“ Marktverhältnissen birgt Unsicherheiten und könnte kurzfristig stärkere Bewegungen an den Rentenmärkten auslösen. Auch dürfte bei einer anziehenden Konjunktur der Druck zu höheren Renditen zunehmen. Aufgrund des generell niedrigen Renditeniveaus kann der Vorteil einer etwas höheren Rendite bei längerer Laufzeit sehr schnell durch Kursverluste wieder aufgehoben werden. Unter Risiko-Chance-Gesichtspunkten sind Anlagen in Staatsanleihen derzeit daher wenig attraktiv.

Ausblick

Nach den deutlichen Renditerückgängen der letzten Wochen bieten Anlagen in Staatsanleihen derzeit ein begrenztes Ertragspotenzial. Bei der Emission neuer Staatsanleihen war zuletzt die Tendenz zu Angeboten von Anleihen mit längeren Laufzeiten festzustellen. Der Angebotsdruck dürfte daher das derzeitige Kursniveau belasten. Wir gehen sowohl auf Sicht von drei Monaten als auch auf Sicht von zwölf Monaten von höheren Renditen aus. Da die Zentralbanken ihre Leitzinsen auf den niedrigen Niveaus unverändert lassen und die Geldmarktsätze damit gut verankert erscheinen, sollten sich Anleger auf eine etwas steilere Zinsstrukturkurve einstellen und ihre Laufzeitpositionierung defensiv ausrichten.

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



Die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in den USA und der Eurozone haben sich beide zuletzt der Marke von 3% angenähert. Die US-Rendite reagierte dabei stärker auf Änderungen des Wachstumsausblicks und der Renditeabstand hat sich verringert.

Quelle: Thomson Reuters Datastream

Stand: 05.10.2009

Von Matthias Pannhorst

Weiteres Potenzial angesichts des Zinsumfelds begrenzt

Die Rallye bei Unternehmensanleihen hat jüngst wieder etwas an Fahrt aufgenommen. Vor allem die risikoreicheren Anlageformen wie High-Yield- und Emerging-Markets-Anleihen haben im abgelaufenen Monat gegenüber klassischen Investment-Grade-Anleihen besser abgeschnitten. Dies ist zu einem großen Teil auf weiterhin positiv tendierende Aktienmärkte zurückzuführen, von denen höherrentierliche Anleihen regelmäßig stärker profitieren.

Obwohl die positive Entwicklung von Unternehmensanleihen nun schon seit mehr als einem halben Jahr anhält und die Spreads mittlerweile wieder auf Niveaus von vor der Lehman-Insolvenz zurückgekehrt sind, sind die Aufschläge verglichen mit dem Durchschnitt früherer Zyklen noch immer erhöht. Wachsender Risikoappetit, sich weiter stabilisierende wirtschaftliche Fundamentaldaten und vor allem andauernd starke Mittelzuflüsse in Anleihen sorgen weiter für ein positives Umfeld, jedoch dürfte eine weitere Spreadeinengung deutlich langsamer als im 2. und 3. Quartal dieses Jahres vonstatten gehen. Vor allem hängen bei dem derzeitigen Niedrigzinsumfeld weitere Preisgewinne zunehmend von stabilen Staatsanleiherenditen – insbesondere US-Treasuries – ab. Wir erwarten in den kommenden zwölf Monaten steigende Kapitalmarktzinsen, daher könnten in diesem Zeitraum auch die Renditen von Unternehmensanleihen unter Druck geraten.

Staatlich garantierte Anleihen keine Alternative zu guten Unternehmensanleihen

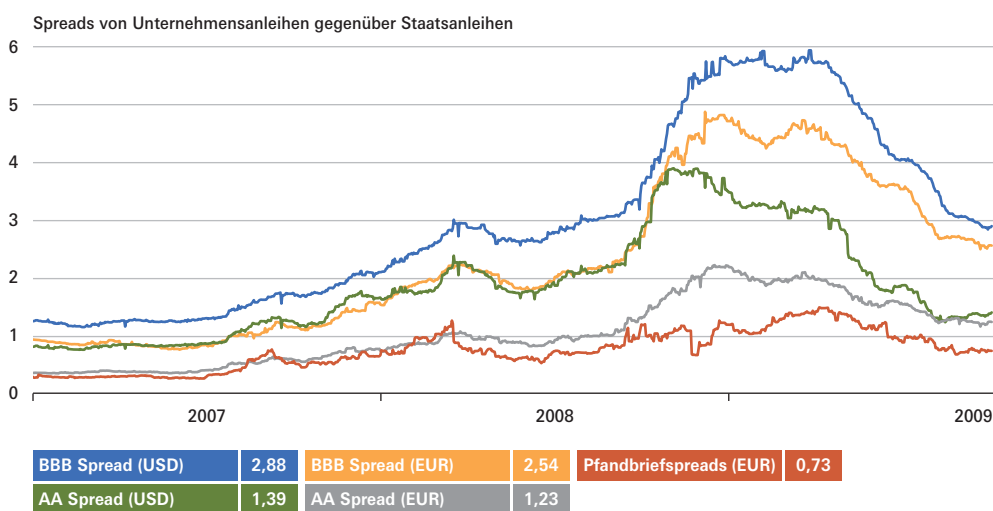
Innerhalb der Anlageklasse bevorzugen wir nach wie vor Finanztitel gegenüber anderen Unternehmensanleihen. Die Spreadeinengung bei Anleihen aus dem Finanzbereich ist im Vergleich noch nicht so weit fortgeschritten, außerdem dürfte die noch

immer andauernde Neuausrichtung der Bankbilanzen das Segment zusätzlich stützen.

Auch europäische Covered Bonds sollten weiter gut gestützt bleiben, obwohl die Bewertungen in diesem Segment größtenteils nicht mehr günstig sind. Allerdings sind von dem 60 Mrd EUR umfassenden EZB-Programm zum Ankauf von Covered Bonds erst rund 15 Mrd verwendet worden. Zudem laufen gegen Jahresende die meisten Regierungsprogramme aus, die die Emission von staatlich garantierten Anleihen vorsehen. Dass zumindest ein Großteil der dann anstehenden Refinanzierungen von europäischen Finanzinstituten über Covered Bonds abgewickelt wird, erscheint wegen der stark gesunkenen Aufschläge recht wahrscheinlich. Aber selbst wenn die Programme verlängert würden, lässt der Bedarf nach staatlich garantierten Emissionen mehr und mehr nach aufgrund inzwischen deutlich verbesserter Finanzierungsbedingungen. Bereits ausstehende garantierte Bonds sind unter diesem Gesichtspunkt dann auch eher als Alternative zu Staatsanleihen interessant.

In den Schwellenländern halten wir Hartwährungsanleihen weiter für attraktiv. Die Spreads liegen derzeit um die 350 Basispunkte und dürften sich noch in Richtung 300 Basispunkte reduzieren, obwohl Dollar-Anleihen in diesem Jahr schon eine Rendite von rund 25 Prozent erreicht haben. Auch Anleihen in lokaler Währung (8 bis 10 Prozent seit Jahresbeginn) haben Aufholpotenzial und sollten von der wirtschaftlichen Erholung, Kapitalzuflüssen und stabilen Währungen gestützt werden.

Rasche Auspreisung von Depressionsszenarien



Unternehmensanleihen sind wieder teurer geworden: Vor allem die Aufschläge von US-Anleihen liegen inzwischen wieder deutlich unter den Niveaus vom September 2008, als die Investmentbank Lehman Brothers Konkurs anmelden musste.

Quelle: Bloomberg

Stand: 05.10.2009

Von Matthias Pannhorst

Marktstimmung und Zentralbanken bestimmen das Bild

Während sich die vier Hauptwährungen US-Dollar, britisches Pfund, Yen und Euro über die Sommermonate ohne starke Impulse bewegten, sind die Ausschläge in den letzten Wochen deutlicher geworden. Der US-Dollar und das britische Pfund hatten Verluste zu verzeichnen, während Yen und Euro hinzugewinnen konnten. Die Märkte reagieren damit auf das künftig zu erwartende Zinsumfeld und diskontieren schon jetzt, dass die großen Zentralbanken einen Ausstieg aus ihrer ungewöhnlich expansiven Geldpolitik – das heißt sowohl Niedrigzinsen als auch quantitative Maßnahmen – wohl zu unterschiedlichen Zeitpunkten vornehmen werden. Diese Tatsache dürfte die globale Währungslandschaft über die kommenden zwölf Monate deutlich beeinflussen, bis im nächsten Jahr wirtschaftlicher Aufschwung und restriktivere Geldpolitik sich weltweit mehr und mehr angleichen.

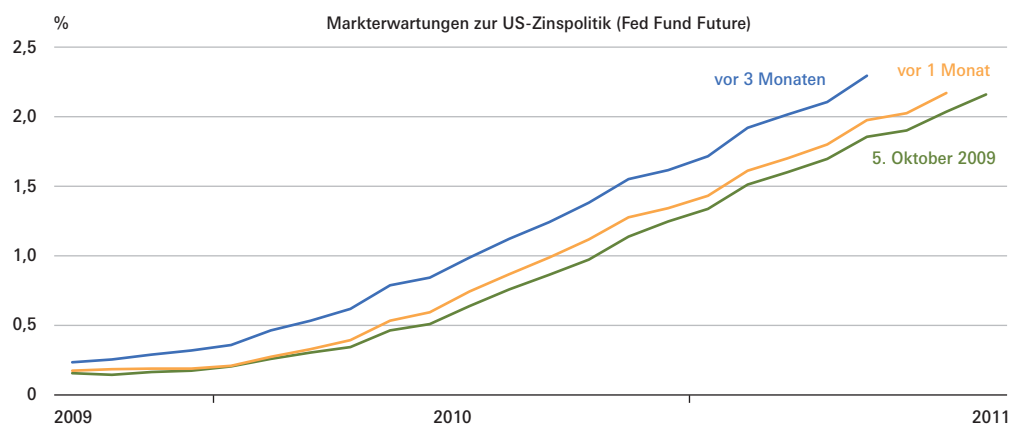
USD weiter schwach erwartet

Wir gehen weiterhin davon aus, dass die US-Zentralbank später als die anderen großen Ökonomien die Zinsen anheben wird. Über die vergangenen Monate wurde zwar stets betont, dass die Fed eine Exitstrategie vorbereitet; jedoch ist es nicht sehr wahrscheinlich, dass diese in naher Zukunft implementiert werden wird, um den noch immer sehr fragilen Aufschwung nicht abzuwürgen. Nach wie vor wird der US-Dollar von weithin vorhandener Liquidität und niedrigen Zinsen belastet. Der anti-zyklische Charakter des Dollars besteht fort, sodass ein positives Marktumfeld weiter negativ auf die Währung wirken sollte. Bis wirklich eine Rückführung der quantitativen Lockerungsmaßnahmen (quantitative easing) absehbar ist, erwarten wir keine nachhaltige Trendwende beim US-Dollar.

Das britische Pfund ist jüngst weiter unter Druck gekommen, nachdem von offizieller Seite Andeutungen publik wurden, dass in der momentanen wirtschaftlichen Lage eine schwache Währung nicht ungelegen käme. Auch sind weitere Zinssenkungen – selbst bei dem schon historisch niedrigen Niveau von derzeit 0,50 Prozent – in der Diskussion. Wir erachten Kurse um die 0,95 EUR/GBP als langfristige Kaufgelegenheiten, geben aber zu bedenken, dass das Sentiment in Bezug auf das britische Pfund weiterhin sehr fragil ist. In Anbetracht der Tatsache, dass sich die Inflation in Großbritannien auf noch immer vergleichsweise hohem Niveau hält – zuletzt 1,6 Prozent annualisiert gegenüber Vorjahr für August –, wird es entscheidend sein, inwiefern die Bank of England weiter ihrem auf Inflation abzielenden Mandat folgen und einen Preisanstieg in der Zukunft verhindern kann.

Der Yen konnte von der nunmehr expliziten Klarstellung profitieren, dass die neue japanische Regierung eine in Währungsfragen weniger interventionistische Politik anstrebt als bisher. Außerdem wirken sich die global weiter nach unten konvergierenden Inflationsraten sowie das allgemeine Zinsumfeld positiv für den Yen aus. So liegen die realen Zinsen in Japan derzeit um die 1 Prozent, während der Wert in den USA noch immer deutlich negativ ist. Zusammen mit unserem verhalten negativen Dollar-Ausblick sollte demnach bis Jahresende weiteres Abwärtspotenzial für den USD/JPY-Kurs auch unter die Marke von 90 bestehen.

Zinserhöhungserwartungen schieben sich hinaus



Die am Terminmarkt gehandelten Markterwartungen, dass die Fed die Zinsen wieder anzieht, haben sich in den letzten Monaten immer weiter nach hinten verschoben. Wir rechnen damit, dass eine Zinserhöhung frühestens im 2. Halbjahr 2010 erfolgen wird.

Von Dr. Eric Jahn

Gewerbeimmobilien: Noch keine umfassende Erholung

Trotz vereinzelter Lichtblicke zeichnet sich eine umfassende Erholung auf den Gewerbeimmobilienmärkten noch nicht ab. Zwar sollten die Marktpreise von Gewerbeimmobilien mit langfristiger Vermietung in Spitzenlagen kaum bedeutsam weiter fallen. Vielerorts sollten jedoch die Leerstandsdaten weiter steigen und die Mieten bis ins kommende Jahr hinein unter Druck bleiben, da die Gewerbeimmobilienmärkte weiterhin unter der insgesamt niedrigen absoluten Wirtschaftsleistung und der Fertigstellung neuer Gebäude leiden dürften. Zudem hat sich in der Vergangenheit gezeigt, dass Gewerbeimmobilienmärkte mit Verzögerung auf konjunkturelle Entwicklungen reagieren.

Refinanzierungsrisiko verbleibt

Einen weiteren belastenden Faktor für die Entwicklung der Gewerbeimmobilienmärkte stellt das weiterhin hohe Refinanzierungsrisiko dar. Bislang war das Ausmaß an Zwangsverkäufen am Gewerbeimmobilienmarkt geringer als zunächst befürchtet, da viele Kreditgeber gewillt waren, bestehende problematische Kredite zu restrukturieren, um Zwangsverkäufe beziehungsweise Kreditausfälle möglichst zu verhindern. Die nachhaltig konservativere Kreditvergabe (relativ zu den Jahren vor Ausbruch der Krise) und die schwierige Restrukturierung von verbrieften Krediten, die eine Vielzahl von Kreditgebern einschließt, stellen angesichts des hohen Refinanzierungsbedarfs ein fortlaufendes Risiko dar.

Stabilisierungstendenzen auf vereinzelt Märkten

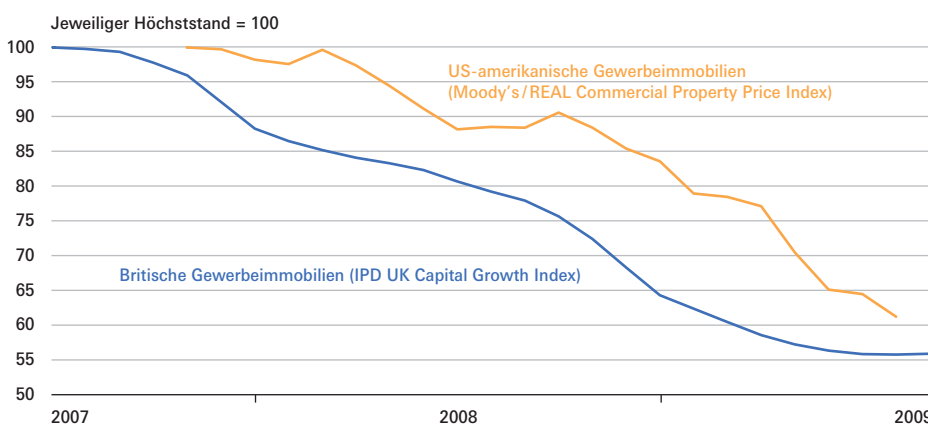
Trotz des insgesamt schwachen fundamentalen Umfelds und des verbleibenden Refinanzierungsrisikos sind auf einzelnen Gewerbeimmobilienmärkten erste Stabilisierungstendenzen erkennbar. So hat der mit dem starken Preisrückgang einhergehende deutliche Anstieg der Anfangsrenditen am britischen

Gewerbeimmobilienmarkt wieder zu einem stärkeren Interesse für hochwertige Objekte mit langfristigen Mietverträgen in Spitzenlagen („Core-Investments“), geführt – insbesondere für zentrale Lagen in London. Jedoch lag das Transaktionsvolumen auf dem britischen Markt auch im 3. Quartal weit unter den Werten aus den Jahren 2004 bis 2007. Während auch der britische Markt vor 2010/11 keine drastische Erholung erfahren dürfte, bieten die derzeit hohen Anfangsrenditen, im Durchschnitt über 7 Prozent, einen gewissen Puffer gegen eine weitere moderate Verschlechterung der Mieten und der Leerstandsdaten. Ähnlich positive Tendenzen wie am britischen beziehungsweise Londoner Markt lassen sich auch an anderen Standorten wie der Pariser Innenstadt erkennen. Jedoch beschränkt sich die Stabilisierung in nahezu allen Fällen auf Core-Investments mit solider Mietnachfrage.

Weiterhin defensiv agieren

Wir empfehlen Investoren, an den Gewerbeimmobilienmärkten weiterhin defensiv zu agieren. Dies schließt ein, dass sich Investoren auf Core-Investments in Spitzenlagen mit nachhaltigen Mieterträgen konzentrieren sollten, auch wenn der Wettbewerb um derartige Objekte mancherorts bereits wieder zugenommen hat. Um Standortrisiken zu diversifizieren, sollte möglichst gestreut investiert werden. Auch im Bereich der Immobilienaktien raten wir insgesamt zur Zurückhaltung, da in der Rallye seit letztem März die Bewertungen sehr deutlich angestiegen sind, während die zugrunde liegenden Immobilienmärkte meist noch keine umfassenden Erholungstendenzen aufweisen.

Wertentwicklung britischer und US-amerikanischer Gewerbeimmobilien seit dem jeweiligen Höchststand



Seit ihrem Höchststand im Juni 2007 haben britische Gewerbeimmobilien per Ende August 2009 etwa 44 % an Wert verloren, während US-amerikanische Gewerbeimmobilien per Ende Juli 2009 knapp 39 % ihres Höchstwerts von Oktober 2007 einbüßten. Am britischen Markt hat sich zuletzt eine Stabilisierung abgezeichnet.

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank Global Investment Solutions

Stand Moody's/Real: 31.07.2009/Stand IPD: 31.08.2009

Von Dr. Konrad Aigner

Schwächephase

Mit Ausnahme von Gold und Edelmetallen sowie einzelnen Agrargütern sind die Rohstoffpreise im 3. Quartal gefallen. Die Tatsache, dass im gleichen Zeitraum die überwiegende Zahl der Aktienindizes (Ausnahme: Japan) zweistellige Zuwächse aufweisen konnte, deutet darauf hin, dass die Unternehmen noch Lagerabbau betrieben, die Kapazitäten anpassten und Restrukturierungen vornahmen. Die Rohstoffnachfrage blieb in diesem Umfeld schwach. Ein globaler Konjunkturanstieg, wie wir ihn für nächstes Jahr erwarten, ist daher eine wichtige Voraussetzung für eine Belebung der Rohstoffnachfrage und einen breit angelegten Anstieg der Rohstoffpreise.

Verunsicherung durch Diskussion von Aufsichtsregelungen

Als Folge der Finanzmarktkrise werden in den USA aufsichtsrechtliche Änderungen diskutiert, die auch den Rohstoffhandel an den Terminmärkten betreffen. Dies hat möglicherweise zu einer Verunsicherung von Marktteilnehmern geführt, da Art, Umfang und Auswirkungen dieser Änderungen schwer abzuschätzen sind. Da der physische Kauf von Rohstoffen davon nicht betroffen wäre, könnte dies zu einer Verlagerung von Nachfrage zu den physischen Märkten führen. Von diesen Verschiebungen könnten Rohstoffe profitieren, die nicht verderblich und gut lagerfähig sind wie Gold oder Öl.

Solide Nachfrage nach Gold

Das allgemeine fundamentale Umfeld für Gold ist weiter sehr günstig. Kassenhaltung beziehungsweise Termineinlagen bringen als Alternativanlagen wenig Ertrag. Gold bietet als reales Anlageprodukt und Krisenmetall Schutz in Zeiten von wirtschafts- und geopolitischer Unsicherheit. Noch ist nicht klar, ob es gelingt, die geld- und fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahmen von

bisher nicht gekanntem Umfang in geordneten Bahnen und ohne Politikfehler zurückzuführen. Die Nachfrage von Finanzmarktinvestoren nach Gold in Form von Zertifikaten und ETFs („Exchange Traded Funds“) dürfte daher anhalten.

Hohe Öllagerbestände

Der Ölpreis handelt trotz vergleichsweise hoher Lagerbestände bereits seit längerer Zeit in einer Bandbreite zwischen 65 und 75 USD pro Fass. Die internationale Energiebehörde (IEA) hat ihre Nachfrageprognose für 2010 zuletzt nach oben revidiert und wir gehen davon aus, dass der Ölpreis mit der konjunkturellen Erholung und zunehmender Nachfrage steigen wird.

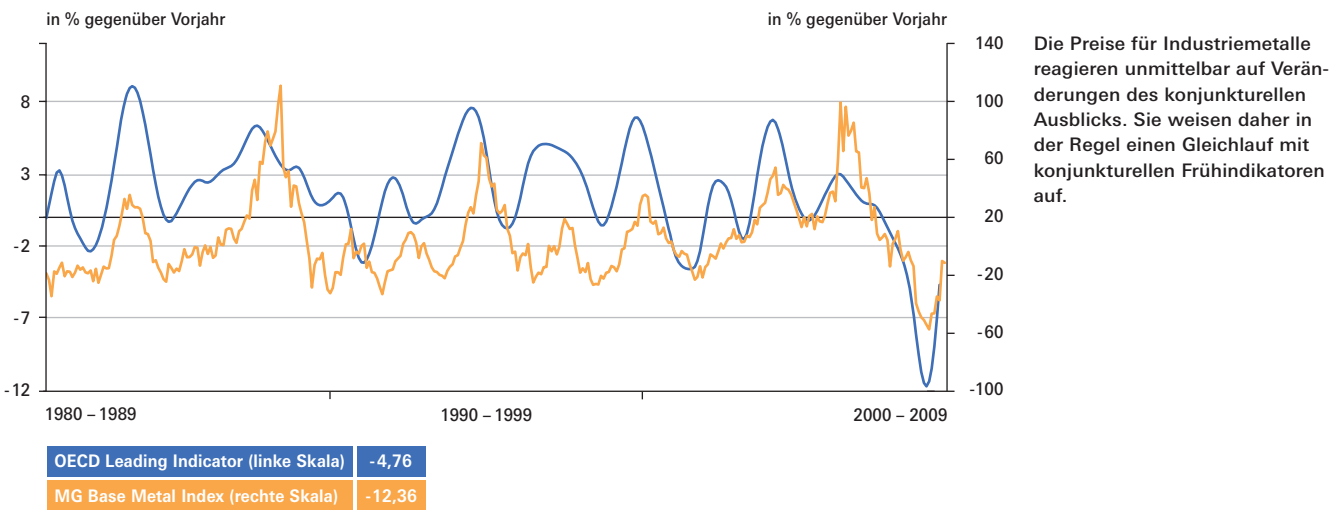
Industriemetallnachfrage aus China hat nachgelassen

China hat die niedrigen Preise genutzt, um die eigenen Reserven aufzustocken. Dieser Nachfrageimpuls hat im 3. Quartal nachgelassen, aber die Preise sollten auf den aktuellen Niveaus gut nach unten abgesichert sein. Die Minenunternehmen haben ihre Produktionskapazitäten in der Krise reduziert, sodass bei anziehender Konjunktur mit wieder steigenden Preisen gerechnet werden kann.

Divergierende Entwicklung bei Agrargütern

Einen Eindruck der Preiswirkung von witterungsbedingten Angebotsstörungen erhält man derzeit bei Zucker. Seit Jahresanfang hat sich der Zuckerpreis (Futurepreis Zucker Nr. 11) etwa verdoppelt. Der Preis für Getreide hingegen ist aufgrund guter Wachstumsfortschritte und Ernteergebnisse auf der Nordhalbkugel rückläufig. In den kommenden Wochen dürfte sich der Fokus von der Angebotsentwicklung auf die Nachfragedynamik und die anhaltend niedrigen globalen Lagerbeständen verschieben.

OECD-Frühindikator und Metallpreise



Quellen: Deutsche Bank Global Investment Solutions, Thomson Reuters Datastream

Stand: 15.09.2009

Von Dr. Eric Jahn

Übernahmeaktivität weiterhin gering

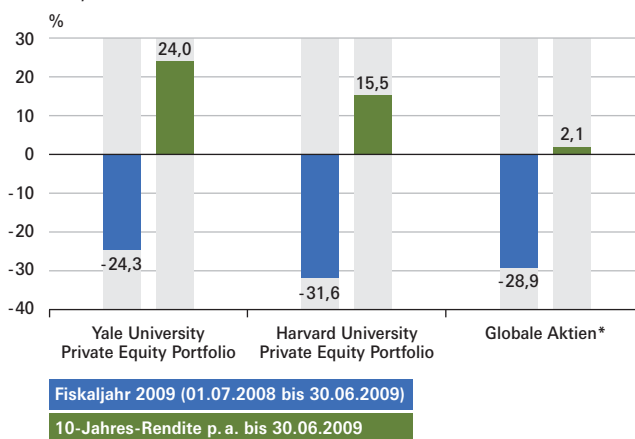
Das weltweite Volumen von Private-Equity-Übernahmen lag in den ersten neun Monaten des laufenden Jahres 67 Prozent unter dem Vorjahreszeitraum. Da die weiterhin geringe Verfügbarkeit von Übernahmekrediten als einer der wesentlichen Gründe für diesen Rückgang auf absehbare Zeit weiter bestehen dürfte, gehen wir davon aus, dass größere Private-Equity-Übernahmen auch im 4. Quartal keine bedeutsame Rolle spielen werden.

Unternehmensrestrukturierung und -finanzierung attraktiv

Dies bedeutet jedoch nicht, dass Private-Equity-Firmen im derzeitigen Marktumfeld keine attraktiven Anlagemöglichkeiten vorfinden. Anstelle größerer Übernahmen fokussieren sich Private-Equity-Firmen im Moment auf die Finanzierung (vor allem Mezzanine) und Restrukturierung (Distressed-Investing) von Unternehmen, da der Refinanzierungs- und Restrukturierungsbedarf im Unternehmenssektor weiterhin hoch und der Zugang zu nachrangigem Kapital noch immer schwierig ist. Zudem hatte sich im Zuge der Finanzkrise die Verhandlungsmacht von der Kreditnehmer- auf die Kreditgeberseite verlagert.

Private Equity: Harvard und Yale im Vergleich

Trotz deutlich negativer Renditen im abgelaufenen Fiskaljahr weisen die Private-Equity-Portfolios der Stiftungsfonds der Harvard University und Yale University attraktive Renditen über die letzten zehn Jahre auf, die die Performance von globalen Aktien, gemessen am MSCI World All Countries TR Index, bedeutsam übertreffen.



*MSCI World All Countries TR gross Index; alle Renditen in USD

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank Global Investment Solutions, Harvard University, Yale University

Stand: 30.06.2009

Von Dr. Dirk Steffen

Hedgefonds

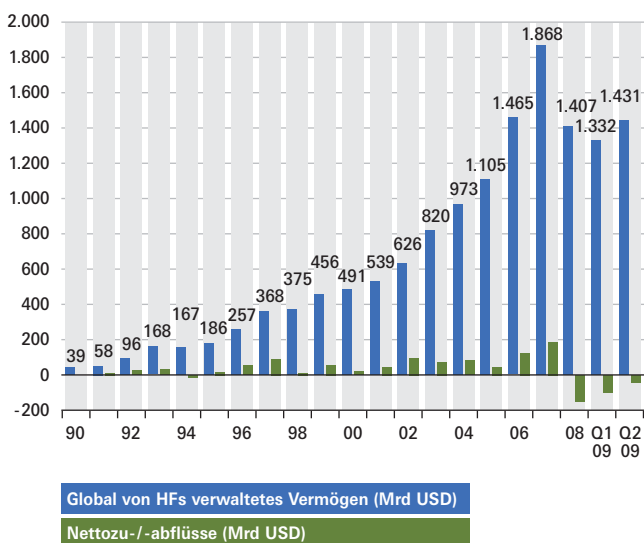
Hedgefonds bleiben feste Größe im Anlageuniversum

Ein Jahr nach der Lehman-Krise ist vergleichsweise Ruhe auf den Finanzmärkten eingeleitet. Dies gilt auch für Hedgefonds. Ein Blick auf das verwaltete Vermögen der Branche offenbart eine Stabilisierung, die durch positive Performance und abnehmende Mittelabflüsse charakterisiert ist. Es kann erwartet werden, dass sich Neuinvestitionen anschließen, ein nachhaltiger Anstieg des global verwalteten Vermögens wäre die Konsequenz. Dies bedeutet allerdings nicht, dass es eine direkte Rückkehr zur „alten“ Hedgefondsindustrie geben wird: Die Branche hat schnell auf geänderte Kundenbedürfnisse reagiert, liquidere und stärker regulierte Anlagevehikel werden inzwischen erfolgreich angeboten.

Beimischung von aktiven Handelsstrategien empfehlenswert

Geht es um den Balanceakt von Chancen und Risiken in einem Portfolio, stehen viele Anleger derzeit vor folgendem Problem: niedrige Verzinsung von Staatsanleihen gepaart mit hoch wahrgenommenen Risiken bei Aktien trotz relativ guter Aussichten für die Anlageklasse. Wir setzen daher auf eine substantielle Beimischung von aktiven Handelsstrategien mit moderatem Risikoprofil. Diversifizierte Hedgefondsanlagen können ein Weg sein, um diesen Bereich der Vermögensallokation abzudecken.

Global verwaltetes Vermögen steigt wieder an



Quellen: Deutsche Bank Global Investment Solutions, HFR

Stand: Juli 2009

Wichtige Hinweise

Dieses Dokument enthält lediglich generelle Einschätzungen, welche auf der Grundlage einer fundamentalen sowie technischen Analyse der Deutsche Bank AG getroffen wurden. Diese Einschätzungen stellen keine Anlageberatung dar. Sie sind insbesondere keine auf die individuellen Verhältnisse des Kunden abgestimmte Handlungsempfehlung. Sie geben lediglich die aktuelle Einschätzung der Deutsche Bank AG wieder, die auch sehr kurzfristig und ohne vorherige Ankündigung geändert werden kann.

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Soweit die im Dokument enthaltenen Daten von Dritten stammen, übernimmt die Deutsche Bank AG für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Daten keine Gewähr, auch wenn sie nur solche Quellen verwendet, die sie als zuverlässig erachtet.

Dieses Dokument darf nur mit ausdrücklicher Zustimmung der Deutsche Bank AG vervielfältigt, an Dritte weitergegeben oder verbreitet werden.

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank Global Investment Solutions, Deutsche Bank Global Market, Harvard University, HFR, Thomson Reuters Datastream, Yale University

Herausgeber: Deutsche Bank AG, Global Investment Solutions, Mainzer Landstraße 178 – 190, D-60327 Frankfurt am Main, Bundesrepublik Deutschland

Autor: Deutsche Bank AG, Frankfurt

Projektleitung: Ursula Morbach, Frankfurt

ViSdP: Steffen Mitschka, Frankfurt

Grafikdesign: Weigand Design und Kommunikation GmbH, Frankfurt

Druck: Adelmann GmbH, Frankfurt

© Oktober 2009. Deutsche Bank AG. Alle Rechte vorbehalten.
Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Schutzgebühr: 3,50 EUR

