



# Ausblick 2. Quartal 2010

## Qualität zählt

*Leistung aus Leidenschaft*



## Nach der Liquiditätshausse: Von Beta zu Alpha



Dr. Helmut Kaiser,  
Globaler Chefanlagestrategie

Liebe Anlegerin, lieber Anleger,

die Kurskorrektur risikobehafteter Anlagen – das heißt vor allem bei Aktien, aber auch Rohstoffen – resultiert seit Anfang Januar in einem eher verhaltenen Jahresauftakt und hat die Investorengemeinde daran erinnert, dass nach den spektakulären Aktienkursgewinnen des Vorjahres die Folgen der Finanzkrise noch keineswegs überwunden sind. Insbesondere die teilweise dramatische Erhöhung der staatlichen Budgetdefizite in den angelsächsischen Volkswirtschaften und in Euroland stellt eine schwere Hypothek für die Kapitalmärkte dar. Auch erste Zinserhöhungen und restriktive geldpolitische Maßnahmen in den Emerging Markets, die sukzessive Vorbereitung einer geldpolitischen Wende in den USA und die zu erwartende Normalisierung des Zinsniveaus von den extrem niedrigen Niveaus in der zweiten Jahreshälfte hinterlassen Spuren auf den Märkten. Hinzu kommt die beabsichtigte Regulierung des Finanzsektors in den USA, die auf eine deutliche Einschränkung des „Leverage“ des Finanzsystems hinausläuft und die Finanzwerte zuletzt in Mitleidenschaft gezogen hat.

Bedeutet diese Entwicklungen nun bereits ein Ende des zyklischen Bullenmarkts des Vorjahres? Nach den jüngsten Kursrückgängen sind die Bewertungen von Aktien insgesamt attraktiv. So ist zum Beispiel der MSCI World Index mit dem Vierzehnfachen der Gewinne von 2010 bewertet, was unter dem historischen Durchschnitt liegt. Obwohl attraktive Bewertungen nicht zwangsläufig zu höheren Kursen führen, gehen wir davon aus, dass langfristig orientierte Anleger für ihre Geduld in diesen volatilen Zeiten letzten Endes belohnt werden. Vor dem Hintergrund, dass sich die weltweite wirtschaftliche Erholung fortsetzt, das Umsatz- und Gewinnwachstum die Erwartungen bisher übertrafen, die Gewinnaussichten der Unternehmen optimistisch sind und zusätzliche Anlagegelder in die Aktienmärkte fließen dürften, bleibt das Anlageumfeld

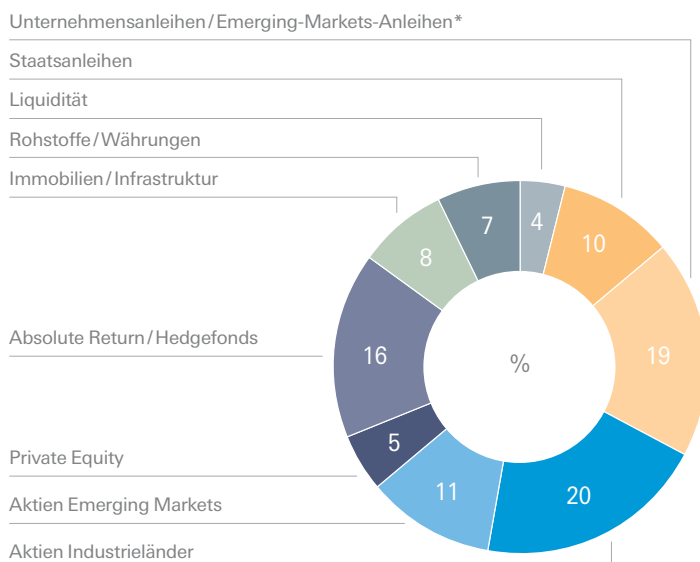
für Aktien daher trotz der vorher genannten Belastungsfaktoren weiterhin attraktiv. Angesichts der zuletzt relativ starken Kursrückgänge in den Schwellenländern dürfte diese Region besonders profitieren, falls die mit der hohen Verschuldung einhergehenden Sorgen bezüglich der Kreditwürdigkeit bestimmter Staaten geringer werden und der US-Aktienmarkt dreht.

Vor diesem Hintergrund empfehlen wir durchaus den Wiedereinstieg in den Aktienmarkt – vor allem in Qualitätstitel und defensive Sektoren, die sich durch stabile Cashflows und Dividenden auszeichnen. Kursgewinne wie im Vorjahr sollten die Investoren gleichwohl nicht erwarten, da wir uns in einem Übergang von einem liquiditäts- zu einem gewinngetriebenen Markt befinden, der zudem noch einige Zeit von den genannten Belastungsfaktoren (mögliche Zinswende, Finanzmarktregulierung, Staatsverschuldung) begleitet werden wird. Wir sehen daher die Märkte nach der Liquiditätshausse zunehmend differenzierter und legen den Fokus auch auf Ausnutzen von Bewertungsdifferenzen innerhalb und zwischen den Anlageklassen – der Schwerpunkt verschiebt sich also vom reinen Markt-(Beta-)exposure zu den Alphaquellen – Einzeltitel, Branchenselektion, Managerauswahl, Emittenten- und Länderanalyse gewinnen wieder an Bedeutung, kurz: von Beta zu Alpha.

Ihr

# Vermögensaufteilung und Assetklassenübersicht

Aktuelle Vermögensaufteilung des Global Investment Committee



Restriktionsfreie Strategie basierend auf der Vermögensaufteilung des Global Investment Committee mit Fokus auf Kapital-sicherung und inflationsbereinigtem Vermögenszuwachs. Das abgebildete Portfolio stellt eine dynamische Strategie unter Berücksichtigung der aktuellen Marktlage dar. Die Portfolioausrichtung basiert auf neun Anlageklassen, die den Kategorien Aktien, Renten und Alternative Investments zugeordnet werden. Private Equity wird aufgrund der Erhöhung der Flexibilität bezüglich der jeweiligen Liquiditätspräferenz zu den Aktien gerechnet.

\*inklusive Bankanleihen

Quelle: Deutsche Bank, Global Investment Solutions.  
Stand: 23.02.2010

**Aktien Industrieländer:** Die Aktienmärkte sollten von zunehmender M&A-Aktivität, günstigem geldpolitischem Umfeld, steigenden Margen bei geringen Finanzierungskosten, moderater Lohnentwicklung, Restrukturierungen und zunehmender Nachfrage profitieren.

**Aktien Emerging Markets:** Starke inländische Nachfrage und wieder anziehende Exporte lassen hohe Gewinnsteigerungen in vielen Schwellenländern erwarten.

**Staatsanleihen:** Anleihemärkte bleiben trotz eines günstigen kurzfristigen Inflationsausblicks anfällig. Ein wichtiges Risiko stellt die Beendigung des Quantitative Easing (weniger Nachfrage) bei gleichzeitig zunehmendem Angebot (drastische Erhöhung der Staatsverschuldung) dar. Die Anleihen der Eurozone dürften unter dem Druck von zunehmendem Angebot und höheren Risikoprämien stehen (Schuldenprobleme in der Peripherie und implizite Haftungsverpflichtung der größeren Länder).

**Unternehmensanleihen / Emerging-Markets-Anleihen:** Die außergewöhnlich gute Performance des Jahres 2009 dürfte sich bei Unternehmensanleihen 2010 nicht wiederholen. Belastend würde ein Umfeld global wieder steigender Zinsen wirken. Gleichwohl positive Ertrags-erwartungen: Hochzinsanleihen sind attraktiv, da Renditeabstände gegenüber Staatsanleihen immer noch höher als zum Zeitpunkt des Lehman-Zahlungsausfalls sind.

**Immobilien / Infrastruktur:** Die globalen Immobilienmärkte dürften sich im Jahr 2010 weiter stabilisieren. Aufgrund verbleibender Risiken sollten Anleger auf Qualitätimmobilien in Spitzenlagen mit langfristigen Mietverträgen setzen.

**Rohstoffe / Währungen:** Durch die Erholung der Weltkonjunktur und das Wachstum der Emerging Markets werden eine zunehmende Rohstoffnachfrage und insgesamt steigende Rohstoffpreise erwartet. Preisanstieg aber deutlich niedriger als im Vorjahr.

Risiken und Belastungen der öffentlichen Finanzen in der EU, mögliche Ansteckungseffekte und moralische Risiken (Ausweitung der Probleme Griechenlands auf andere Länder der Peripherie) dürften nun weitgehend im EUR/USD-Kurs enthalten sein. Im weiteren Jahresverlauf dürften die fundamentalen Vorteile des USD (stärkeres Wachstum und Zinsvorsprung) an Bedeutung gewinnen.

**Private Equity:** Private-Equity-Aktivitäten werden 2010 weiter zunehmen aufgrund des erhöhten Restrukturierungs- und Finanzierungsbedarfs im Unternehmenssektor.

**Hedgefonds:** In 2010 wird erneut eine robuste Performance der Hedgefondsbranche erwartet. Eine ausgewogene Strategieausrichtung und professionelle Managerselektion sind unabdingbar.

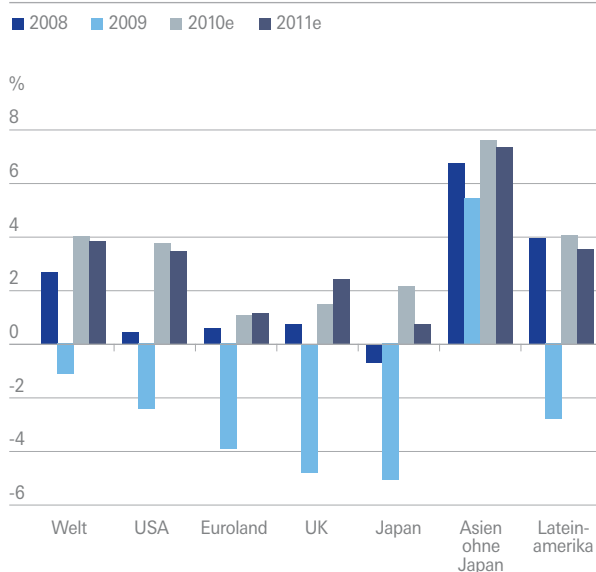
Von Dr. Helmut Kaiser

## Konjunktur und Inflationsbild zunehmend differenzierter

Das weltwirtschaftliche Umfeld hat sich in den letzten Monaten zweifelsohne verbessert. Dabei zeigt eine nähere Betrachtung ein zunehmend differenziertes Bild. Die Konjunkturerholung wird vor allem von dem rasanten Wirtschaftswachstum in den Emerging Markets getragen, angeführt von dem Wachstumsmotor China. Hier deuten vorlaufende Konjunkturindikatoren, die hohe Produktivität und eine sehr robuste Binnennachfrage auf reale Wachstumsraten um 10 Prozent hin. Gerade die Finanzkrise und ihre Auswirkungen haben gezeigt, dass sich in der globalen Konjunktur zunehmend ein Paradigmenwechsel manifestiert: Die alte Faustregel „Wenn die USA schnupft, bekommt der Rest der Welt eine Grippe“ ist überholt, der innerasiatische Handel wächst gewaltig und China ist zumindest in der Lage, Asien mit nach oben zu ziehen.

Gleichwohl sollte man die „alte“ Weltmacht USA alles andere als abschreiben. Eine Reihe wichtiger Indikatoren deutet gerade hier auf eine robuste Konjunkturerholung im 1. Halbjahr 2010 hin. Die Februarzahlen werden zwar vermutlich aufgrund von Winterstürmen im Nordosten der USA verzerrt sein und können temporär die Unsicherheit über den weiteren Konjunkturverlauf erhöhen. Aber bedingt durch eine starke Erholung der privaten Investitionen, durch die staatlichen Ausgabeprogramme des Vorjahres (die erst zu rund einem Drittel ausgabewirksam sind) und durch eine Zunahme der Nettoexporte dürfte die amerikanische Wirtschaft in diesem Jahr um 3,5 bis 4 Prozent real zulegen.

Weltwirtschaft sollte in 2010/11 deutlich wachsen



Quelle: Deutsche Bank, Global Market Research. Stand: 25.02.2010

### Euroland: Verschuldungsdiskussion belastet

Dagegen fielen in der Eurozone die jüngsten Indikatoren deutlich verhaltener aus. Das Wirtschaftswachstum im 4. Quartal 2009 basierte fast ausschließlich auf Exporten und steigerte Befürchtungen, dass die Binnennachfrage durch die erforderlichen fiskalpolitischen Sparmaßnahmen noch weiter belastet wird. Die Divergenz der Wettbewerbsfähigkeit der exportorientierten Kernländer und der kleineren Länder der Eurozone hat dabei deutlich zugenommen – letztlich das eigentliche Problem hinter den Finanzproblemen Südeuropas, insbesondere Griechenlands. In Bezug auf Griechenland versucht die EU, sich auf nur implizite fiskalpolitische Zusagen zu beschränken. Aufgrund der schwierigen Finanzierungssituation und des Refinanzierungsbedarfs Griechenlands im April und Mai nimmt aber der Druck für die Notwendigkeit direkter Liquiditätsstützen zu.

### Inflation: Unterschiede in Ländern und Segmenten

Die Inflationsbefürchtungen haben zu Jahresanfang zwar zugenommen, der Inflationsanstieg war bislang aber ausschließlich auf (statistische) Basiseffekte (der Ölpreis hatte sich im Dezember im Jahresvergleich verdoppelt) zurückzuführen. Entsprechend manifestieren sich diese Unterschiede in anziehenden Gesamtinflationen einerseits und schwachen Kernraten andererseits. Letztere reflektieren wiederum, dass in den USA und Europa sich weder die private Nachfrage noch die Arbeitsmärkte und Kapazitätsauslastungen genügend erholt haben, um zu Preisdruck zu führen. Im Gegensatz dazu steigt in einigen Emerging Markets die inländische Nachfrage so stark, dass Überhitzungsrisiken zunehmen. Hier drohen durchaus kurzfristige Inflationsgefahren, die der Anleger beim Timing seiner Investitionsentscheidungen ins Kalkül ziehen sollte.

Das differenzierte Wachstums- und Inflationsbild wird sich nach unseren Einschätzungen auf die Ausgestaltung der Geldpolitik in den jeweiligen Volkswirtschaften unterschiedlich auswirken. Die ersten stark wachsenden Volkswirtschaften (China, Indien, Australien) haben bereits die geldpolitischen Zügel angezogen. Wir erwarten Zinsanhebungen der Fed in der zweiten Jahreshälfte, dagegen wird die EZB wohl eher zögerlich reagieren, während wir für die Bank of Japan und die Bank of England für 2010 keine geldpolitische Änderung unterstellen. Entsprechend werden Renten- und Aktienmärkte sehr differenziert auf die Entwicklungen reagieren.

Von Matthias Pannhorst

## Sorgen um den Euro

Steigende Nervosität über die angespannte Lage der öffentlichen Haushalte in Griechenland hat auf den Währungsmärkten den Euro ins Zentrum der Aufmerksamkeit gerückt. Viele Marktteilnehmer spekulieren inzwischen auf eine weitere deutliche Abwertung der Einheitswährung, was vor allem in Shortpositionen zum Ausdruck kommt, die so hoch sind wie noch nie seit der Euro-Einführung. Damit einher geht auch die Befürchtung, dass weitere Staaten der sogenannten Euro-Peripherie in finanziell schwieriges Fahrwasser geraten könnten; im Gespräch sind hier vor allem Spanien, Portugal und Italien. Schließlich halten einige Analysten sogar einen Zerfall der Währungsunion für möglich. Nach unserer Einschätzung ist ein solches Szenario extrem unwahrscheinlich, und auch wenn der Markt derzeit die gesamte Peripherie mitunter kollektiv abstrahlt, halten wir eine differenzierte Betrachtung der einzelnen Mitgliedsstaaten für sinnvoll.

### Keine unmittelbare Gefahr für die Währungsunion

Die Währungsunion sehen wir aus heutiger Sicht nicht in Gefahr. Jedoch bergen die bevorstehenden Kapitalmarkt-Ereignisse in Bezug auf Griechenland weiteres Verunsicherungspotenzial. Im April und Mai steht ein Großteil der für dieses Jahr geplanten Anleiheemissionen Griechenlands an. Neben dem durchaus fragilen Sentiment gegenüber dem Euro scheinen sich die Marktteilnehmer aber durchaus bewusst zu sein, dass eine jederzeit denkbare finanzielle Unterstützung seitens der Politik der gesamten Angelegenheit kurzfristig die Brisanz nehmen könnte. Insofern gehen wir zwar davon aus, dass der Euro in der Tendenz unter Druck bleiben wird, rechnen aber mit temporären Rückschlägen und einem eher geringen Momentum.

Die Impulse aus dem US-Dollarraum sind derzeit eher gering. Gegenüber den anderen großen Währungen EUR, JPY und GBP sollte ein im Vergleich dynamischer Erholungsprozess der Wirtschaft dem USD etwas Unterstützung geben. Allerdings ist das öffentliche Defizit in den USA höher als in den meisten europäischen Staaten. Die jüngsten Äußerungen der Fed legen nahe, dass die Zinsen wohl noch mehrere Monate lang sehr niedrig bleiben werden. Die Markterwartungen waren in diesem Punkt lange zu aggressiv. Ab der zweiten Jahreshälfte könnte aber in der Tat die Einpreisung eines Zinsvorteils zu einer weiteren leichten Aufwertung des US-Dollars führen, da die Fed bei der Anhebung der Zinsen für gewöhnlich schneller vorgeht als die EZB. Steigende Inflation dürfte dieses Jahr in den Industrieländern noch keine Gefahr darstellen, da die wirtschaftliche Erholung noch weit unter Potenzial verläuft.

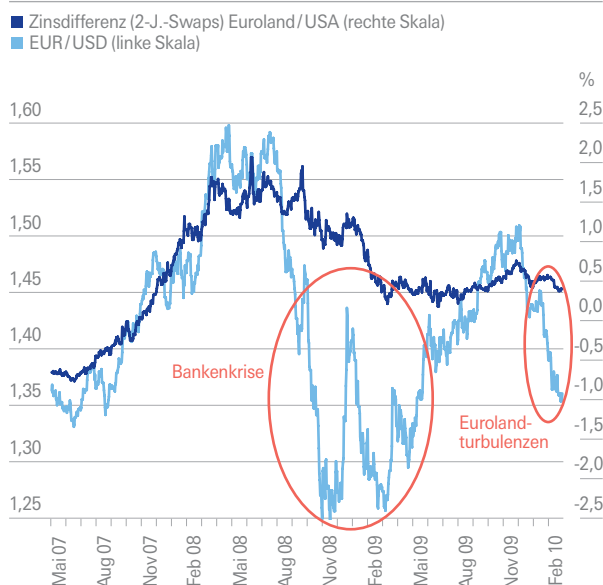
### Yen-Aufwertung nur temporär

Der japanische Yen profitierte jüngst von der steigenden Risikoaversion an den Märkten. Jedoch halten wir dies für einen temporären Faktor und gehen für das Gesamtjahr von einem schwächeren Yen aus. Japan ist sicherlich einer der Hauptprofiteure der schnellen Erholung Chinas. Jedoch ist davon auszugehen, dass die Bank of Japan gerade zum Schutz der heimischen Exportindustrie notfalls weiter im Devisenmarkt intervenieren wird, um eine übermäßige Yen-Aufwertung zu verhindern.

Außerdem scheint es in Japan – wie auch in Großbritannien – möglich, dass die quantitativen Lockerungsmaßnahmen nochmals ausgeweitet werden müssen, was die entsprechenden Währungen zusätzlich belasten dürfte. Die US-amerikanische Fed hingegen bereitet derzeit zumindest verbal schon den Abzug der Überschussliquidität vor. Die EZB schließlich hat das sogenannte Quantitative Easing nie in der klassischen Form betrieben, sondern Liquidität vor allem über Repogeschäfte bereitgestellt, die auch über längere Zeit auslaufen werden.

Inmitten der zwar langsamen, aber graduellen globalen Erholung haben wir weiterhin eine grundsätzlich positive Meinung gegenüber vielen der volatileren Währungen, vor allem aus dem Rohstoffblock. Wir bevorzugen derzeit insbesondere CAD, NOK, SEK, BRL und MXN. Auch die meisten asiatischen Währungen dürften langfristig aufwerten, insbesondere gegen den USD und den EUR.

### Kriseneffekte überschatten Zinsinfluss



Quelle: Bloomberg Finance L.P. Stand: 26.02.2010

Von Wolfgang Stöhr

## Weltweite Konjunkturerholung gibt Auftrieb

Die Aktien in den Industrieländern verzeichneten entgegen unserer Erwartung keinen guten Start in das Jahr 2010. Ab Mitte Januar gaben die Kurse deutlich nach. Es kam also schon früher zu dem von uns später im Jahr erwarteten Gegenwind. Die ersten Schritte zur Zurückführung der weltweit expansiven Geldpolitik wurden durch die chinesische Notenbank mit der zweimaligen Erhöhung der Mindestreservesätze unternommen. In den USA wurden Vorschläge zur Bankenregulierung veröffentlicht. Die Refinanzierungsschwierigkeiten Griechenlands erinnerten an die Verschuldungsproblematik, die sich durch die staatlichen Stützungsmaßnahmen nach der Finanzkrise verschärfen könnte. Ein gute, in den USA besser als erwartet ausgefallene Berichtssaison sowie einige gute Konjunkturdaten konnten den Abwärtsimpuls nur etwas mindern.

### Konjunkturerholung überkompensiert Belastungen

Die Faktoren, die in den letzten Wochen zur starken Stimmungseintrübung beitrugen, dürften auch in den nächsten Wochen die Märkte immer wieder belasten. Verunsicherung über die weitere Wirtschaftsentwicklung nach dem Auslauf der Konjunkturprogramme könnte noch hinzukommen.

Gegenwärtig erscheinen jedoch starke Kursrückgänge über die bisher markierten Jahrestiefststände unwahrscheinlich. Die deutlich verbesserten Bewertungskennziffern stützen die Märkte merklich. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist wieder deutlich zurückgegangen, demzufolge ist die Gewinnrendite angestiegen. Die Risikoprämie, in der Grafik durch den Abstand zwischen Gewinn und Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe sichtbar, hat sich spürbar ausgeweitet. Die Dividendenrendite des Dow Jones Euro STOXX 50 liegt nennenswert über der Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe. Damit ist eine hohe Attraktivität der Aktien im historischen Vergleich sowie relativ gegenüber Anleihen gegeben.

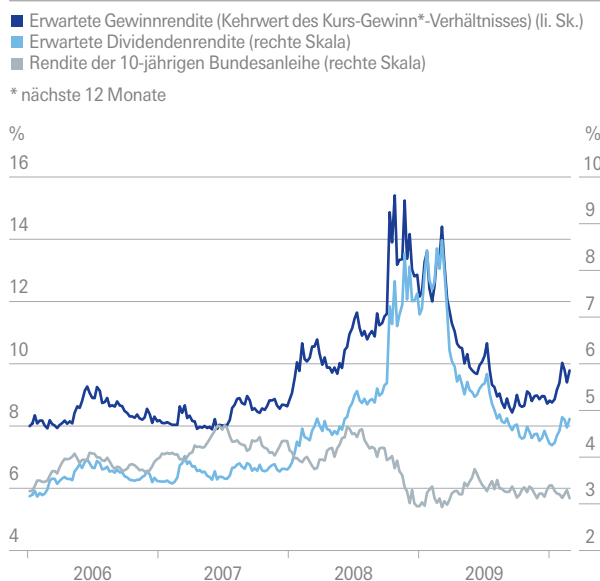
Zunehmend als Markttreiber sollte sich aber die voranschreitende globale Konjunkturerholung erweisen. Trotz weiterer Normalisierungsschritte sollte eine weltweit expansive Geldpolitik diesen Prozess unterstützen. Steigende Unternehmensumsätze und eine anziehende Kapazitätsauslastung sollten mit den Kostensenkungsmaßnahmen zu einer deutlichen Erhöhung der Gewinne des Unternehmenssektors in den nächsten Quartalen beitragen. In diesem Umfeld dürften die Investoren bereit sein, das von den Analysten prognostizierte spürbar höhere Ertragsniveau einzupreisen.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir zwar einen volatilen Marktverlauf. Das Kursniveau dürfte jedoch zum Quartalsende deutlich über dem bisherigen Jahrestiefstniveau liegen.

### USA favorisiert, ausgewogene Sektorauswahl

Unter den Anlageregionen der Industrieländer favorisieren wir derzeit die USA. Die USA besitzen die besten Wirtschaftsaussichten und weisen einen höheren Gewinnzuwachs als Euroland auf. Zudem geben wir Japan vor Euroland und Großbritannien den Vorzug. Japanische Aktien sollten von einer weiteren geldpolitischen Unterstützung sowie der weltweit stärkeren Nachfrage profitieren. Aufgrund der erwarteten Yen-Schwäche raten wir jedoch, das Engagement abzusichern. Euroland dürfte zunächst am stärksten von der Verschuldungsproblematik belastet werden. Bei deren deutlicher Abschwächung sollte es jedoch sein vorhandenes hohes Aufholpotenzial ausschöpfen können. Britische Aktien dürften unter den geringen Wachstumsaussichten sowie politischen Unsicherheiten (bevorstehende Wahlen) leiden.

### Aktien in Euroland sind wieder attraktiver



Quellen: Deutsche Bank, Global Investment Solutions; Thomson Reuters Datastream. Stand: 25.02.2010

Auf Sektorebene in Euroland und in den USA raten wir zum einen zum Engagement in die konjunktursensiblen Sektoren Energie und Technologie. In Euroland favorisieren wir aus diesem Bereich noch den Rohstoffsektor. Aus Bewertungsgründen halten wir auch Aktien aus dem nicht zyklischen Konsumbereich sowie dem Gesundheitssektor für attraktiv. Daneben raten wir zur Beimischung von Aktien, die eine relativ hohe Dividendenrendite bei guter Bilanzstruktur aufweisen.

Von Dr. Elke Speidel-Walz

## Emerging Markets: Kaum Verschuldungsprobleme

### Korrekturen schaffen attraktivere Einstiegsniveaus

Im Januar kam es zu sichtbaren Korrekturen an den Emerging-Markets-Aktienmärkten wegen der gestiegenen globalen Risikoaversion. Diese führte vor allem in den Märkten zu Gewinnmitnahmen, die im vergangenen Jahr eine extrem positive Performance zeigten. Abgesehen von temporären Rückschlägen rechnen wir aber mit einer anhaltenden Outperformance der Emerging Markets (EM) gegenüber den entwickelten Märkten. Die Gründe dafür sind das höhere Wachstums- und Gewinnpotenzial und die bessere Fundamentallage. Zumindest in den Regionen EM Asien und Lateinamerika gibt es kaum Fiskalprobleme und die Verschuldungsdynamik erreicht nicht annähernd das Niveau der meisten Industrieländer. Unter den Sektoren sind in China, Korea, Taiwan, Brasilien und Mexiko Banken attraktiv; in Brasilien und Mexiko auch zyklische Konsumwerte.

### China – Inflation und geldpolitische Straffung

Für Unruhe sorgte zu Jahresanfang der Beginn der geldpolitischen Straffung in China. Wir sehen dies jedoch als eine frühzeitige Maßnahme, die vor allem durch die starke Konjunkturdynamik begründet ist. Die Inflation dürfte aber dieses Jahr maßvoll ansteigen. Der Konsumentenpreisanstieg war im Januar etwas niedriger (1,5 Prozent nach 1,9 Prozent), während die Produzentenpreise deutlicher anstiegen (4,3 Prozent). Im Februar wird eine höhere Inflationsrate (Richtung 3 Prozent) erwartet wegen Basiseffekt, Winterstürmen und des chinesischen Neujahrsfests. Danach werden aber wieder niedrigere Raten erwartet. Im Jahresdurchschnitt dürfte die Inflation dieses Jahr mit erwarteten 3,5 Prozent moderat bleiben, vor allem aufgrund von nach wie vor bestehenden Überkapazitäten im Industriesektor und eines starken Anstiegs der Arbeitsproduktivität. Die Zentralbank wird ihre Politik vorsorglicher geldpolitischer Straffung fortsetzen und damit ebenfalls zur Begrenzung des Inflationsrisikos beitragen.

### EM Asien bleibt unsere bevorzugte Anlageregion

Die attraktivsten Anlagemöglichkeiten sehen wir nach wie vor in EM Asien wegen robuster Fundamentaldaten, starker Wachstumsdynamik, positiver Gewinnerwartungen und hoher Wettbewerbsfähigkeit. Die Korrektur im Januar war die erste sichtbare seit März 2009. Temporäre Korrekturen sind in der Region üblich, in Bullenmärkten treten sie historisch etwa alle zehn Monate auf. Es besteht aber Aufwärtspotenzial, sobald die zu Beginn einer Zinserhöhungsphase üblichen Unsicherheiten vorbei sind. Sowohl die Bewertung als auch die zyklische Position stützen die Aktienmärkte. EM Asiens Kurs/Buchwert liegt nahe dem historischen Durchschnitt (1,76). Die zyklische Position nähert sich zwar dem Gipfel und die Wirtschaftswachstumsdynamik dürfte sich vom aktuell hohen Niveau etwas abschwächen. Die Gewinnerwartungen werden aber vom

starken Umsatzwachstum gestützt. Die Exportnachfrage steigt stark an und die inländische Nachfrage dürfte auf hohem Niveau bleiben. Die Umkehr der Geldpolitik in einigen asiatischen Ländern (China, Indien, Korea) könnte zwar zu temporären Volatilitäten führen. Die Geldpolitik dürfte aber lediglich weniger expansiv werden und weit entfernt von einer restriktiven Ausgestaltung bleiben.

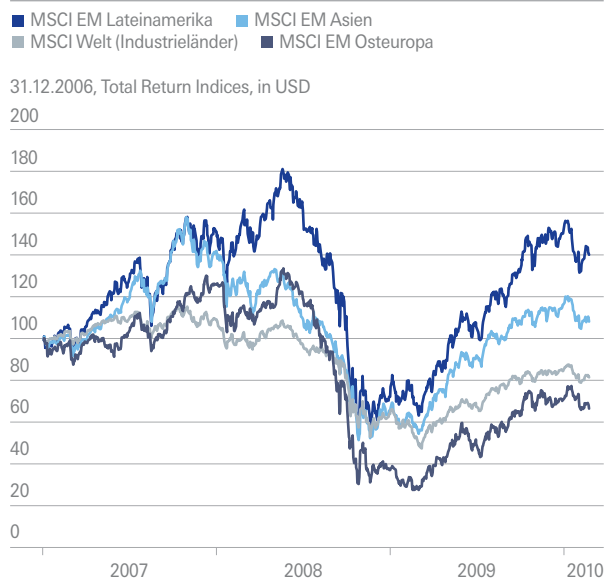
### Lateinamerika: starke Inlandsnachfrage

Die Aktienmärkte profitieren von der gesunden Finanzierungsstruktur des öffentlichen Sektors, der Haushalte und der Unternehmen (einschließlich Banken). Die Inlandsnachfrage ist so dynamisch, dass geldpolitische Straffung notwendig wird. Politische Risiken entstehen in 2010 wegen Wahlen (Brasilien, Peru, Venezuela und Kolumbien; es ist aber eher mit temporärer Volatilität zu rechnen). Allerdings rechnen wir nicht mit einem wirtschaftspolitischen Richtungswechsel.

### Osteuropa/Russland mit Ansteckungsrisiken

Nach einer temporären Outperformance im Januar (weil die zyklische Erholung später einsetzte und die Geldpolitik länger expansiv bleibt) besteht steigendes Ansteckungsrisiko von den Finanzierungs- und Fiskalproblemen im Euroraum. Fiskaldisziplin und anfällige Finanzierungsstrukturen sind ein Schwachpunkt in Osteuropa.

### Temporäre Korrektur durch Gewinnmitnahmen



Quellen: Deutsche Bank, Global Investment Solutions; Thomson Reuters Datastream. Stand: 24.02.2010

Von Dr. Konrad Aigner

## Differenzierung nach Lage der öffentlichen Finanzen

An den internationalen Finanzmärkten fand in den ersten Wochen des Jahres ein deutlicher Stimmungsumschwung statt. Auslöser waren erneute politische Diskussionen in den USA über die Verschärfung von Aufsichtsregeln für den Bankensektor sowie in China die Anhebung der Reservesätze für Banken, durch die die dortige Regierung versucht, die starke Kreditvergabe einzudämmen. Die Kurshochstände an den Aktienmärkten von Januar konnten nicht gehalten werden und es setzte eine Korrektur ein, die auch zu Umschichtungen in den Anleihemarkt führte. Bei den Umschichtungen in Staatsanleihen bestätigte sich, dass die Anleger derzeit besonders auf Qualitätsmerkmale wie Liquidität und Kreditwürdigkeit achten.

### Ausweitung der Risikoprämien

Deutlich wird dies derzeit innerhalb der Eurozone. Die von Investoren für Staatsanleihen geforderten Risikoaufschläge haben sich merklich erhöht, wie dies zum Beispiel an den „Credit Default Swaps“ (CDS) erkennbar ist. Diese Finanzmarktinstrumente, die ursprünglich für Unternehmensanleihen entwickelt wurden, sind so konstruiert, dass sie als Indikator für die Bonität beziehungsweise das „Kreditrisiko“ des jeweiligen Anleiheemittenten angesehen werden können. Wie die Grafik zeigt, sind die CDS zuletzt generell angestiegen. Je nach Einschätzung der Solidität der öffentlichen Finanzen erfolgte der Anstieg flacher oder steiler. In einigen Ländern liegen die CDS mittlerweile wieder in der Nähe oder sogar über den Höchstständen der Finanzmarktkrise unmittelbar nach der Lehman-Insolvenz. Konsolidierungsmaßnahmen für die öffentlichen Finanzen

5-jährige CDS-Spreads



Quellen: Bloomberg Finance LP; Deutsche Bank, Global Investment Solutions.  
Stand: 25.02.2010

erfordern Zeit, und in jedem Land werden andere Schwerpunkte für Einsparungen gesetzt, sodass das differenzierte Bild der Bonitätseinstufungen einzelner Länder durch Rentenanleger noch länger anhalten und die Renditeabstände der betreffenden Staatsanleihen deutlich weiter bleiben sollten, als dies vor der Krise zu beobachten war. Je nach Fortgang und Details der weiteren Konsolidierungsmaßnahmen Griechenlands muss kurzfristig mit einer erhöhten Volatilität am Rentenmarkt gerechnet werden. Mit Blick auf die peripheren Länder der Eurozone raten wir daher weiterhin zur Vorsicht. Mögliche Ratingänderungen der Staatsschulden und anstehende Auktionen von Staatsanleihen stellen eine weitere Vertrauensprobe für die Märkte dar. Die Renditeabstände gegenüber deutschen Bundesanleihen dürften zunächst hoch bleiben. Die Anleihen der Eurozone dürften unter dem Druck zunehmenden Angebots und höherer Risikoprämien bleiben (Schuldenprobleme in der Peripherie und implizite Haftungsverpflichtung der größeren Länder).

### In der Tendenz steigende Renditen erwartet

Der Fokus an den Rentenmärkten richtet sich zunehmend auf die Kosten der fiskalpolitischen Programme und die dadurch bedingte Verschlechterung der Staatsfinanzen. Die Verschuldungsquoten in Prozent des BIP dürften 2010 in den Industrieländern nahe ihren Höchstständen bleiben, da sich die Steuereinnahmen aufgrund einer vergleichsweise wenig dynamischen Konjunkturerholung nur langsam verbessern werden. Bei Erholung des Wirtschaftswachstums dürften die Renditen aber auch durch zunehmende Umschichtungen in höherrentierliche Titel nach oben geschoben werden. Dies gilt umso mehr, als die Ankaufprogramme von Anleihen durch die Zentralbanken auslaufen und das Risiko für liquiditätsverknappende Maßnahmen zunimmt. Umfangreiche Ankaufprogramme fanden in den USA und Großbritannien statt. Die Fundamentaldaten von US- und britischen Staatsanleihen (Staatsverschuldung; Emissionen mit langen Laufzeiten) erscheinen daher derzeit weniger attraktiv als jene der kerneuropäischen Staaten.

Die Zinskurven sollten zunächst steil bleiben. Inflations Sorgen werden dieses Jahr noch nicht zum Thema, und die Geldmarktsätze werden von den Zentralbanken noch unten fixiert gehalten. Wir gehen von einer Verflachung der Zinsstrukturkurve später im Jahr aus.

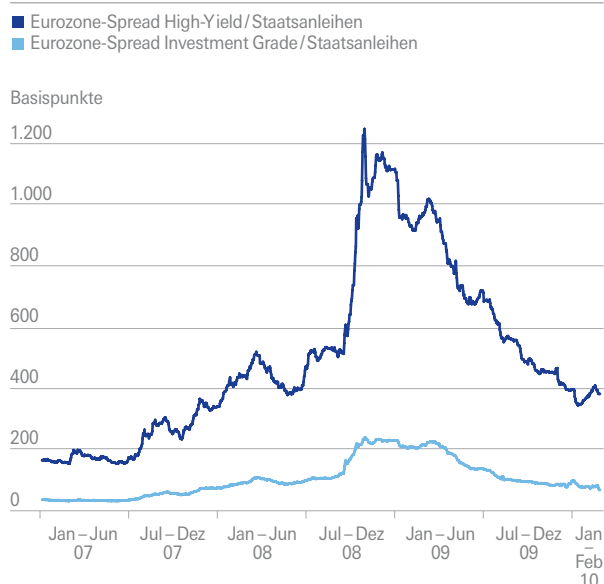
Von Matthias Pannhorst

## Nervöse Märkte beeinträchtigen Neuemissionen

Im Zuge der seit einigen Wochen vorherrschenden Verunsicherung an den Märkten und der zum Teil stark gestiegenen Staatsanleiherenditen in einigen Euro-Mitgliedsstaaten ist die Emissionstätigkeit bei Unternehmensanleihen jüngst ins Stocken geraten. So wurde seit Jahresbeginn nur etwa ein Viertel des Emissionsvolumens des Vorjahres in EUR-Anleihen begeben. Trotz hoher staatlicher Emissionstätigkeit kann man aber weiterhin eine solide Nachfrage nach Unternehmensanleihen beobachten. Wir erwarten zunächst auch keine nachhaltige Verdrängung des privaten Sektors in diesem Bereich, da Unternehmensanleihen – gerade im Vergleich zu temporär angespannten Staatsanleihenkursen – ein attraktives Risiko-Rendite-Profil bieten. Sobald die Märkte allerdings deutliche Zinsanhebungen seitens der Zentralbanken einpreisen – wir erwarten dies ab der zweiten Jahreshälfte –, dürften die meisten Arten von Anleihen davon negativ betroffen sein.

Innerhalb des Segments sollte dieses Jahr ein Großteil des Renditepotenzials im Bereich High Yield liegen. Ein Blick auf die Spreads zeigt, dass diese Anleihen gegenüber Anleihen höherer Bonität noch Aufholpotenzial haben. Letztere sind derzeit etwa fair bewertet.

### High-Yield-Anleihen mit Aufholpotenzial



Quellen: Bloomberg Finance LP; Deutsche Bank, Global Investment Solutions. Stand: 26.02.2010

Von Dr. Eric Jahn

Immobilien & Infrastruktur

## Gewerbeimmobilienmarkt stabilisiert sich

Das hohe Maß an Liquidität, niedrige Zinsen und die vermehrten Anzeichen der wirtschaftlichen Erholung haben das Interesse der Investoren am Gewerbeimmobilienmarkt wieder gesteigert. So sind beispielsweise die Preise britischer Gewerbeimmobilien zwischen ihrem Tiefpunkt im Juli 2009 und Ende Januar 2010 um knapp 10 Prozent gestiegen.

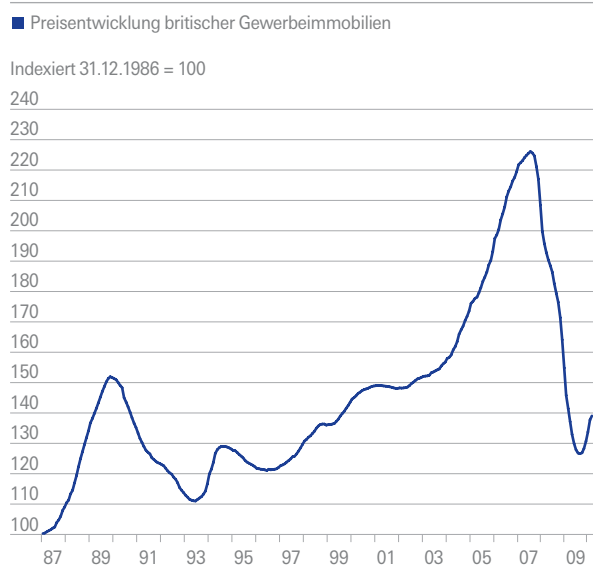
### Fundamentales Umfeld stabilisiert sich

Das fundamentale Umfeld der Gewerbeimmobilienmärkte verbessert sich zunehmend. Wir erwarten, dass die Vermietungsquoten und Mieten 2010 weltweit ihren Boden finden werden.

### Positive Gesamtrenditen für 2010 erwartet

Obwohl sich die Mietnachfrage nicht vor 2011 deutlich erholen dürfte, sollte der globale Gewerbeimmobilienmarkt 2010 eine positive Rendite abwerfen. Vor dem Hintergrund des Renditeaufschlags gegenüber Anlagen in zehnjährigen Staatsanleihen halten wir Gewerbeimmobilieninvestments für attraktiv. Anleger sollten jedoch angesichts verbleibender Risiken defensiv agieren.

### Britische Gewerbeimmobilienpreise steigen wieder



Quellen: Deutsche Bank, Global Investment Solutions; Investment Property Databank. Stand: 31.01.2010

Von Dr. Konrad Aigner

## Ansteckungseffekte drücken Rohstoffpreise

In den ersten Wochen des Jahres setzte an den internationalen Finanzmärkten eine Preiskorrektur ein, die auch auf die Rohstoffmärkte übergriff. Auslöser für die Korrektur war eine Kombination von Faktoren, die zur Verunsicherung der Investoren beitrug. In den USA rückte die Diskussion über die Verschärfung der Regulierung des Bankensektors wieder stärker in den Mittelpunkt des öffentlichen Interesses. In Europa spitzte sich das Problem der öffentlichen Finanzen Griechenlands zu und führte zu einem deutlichen Renditeanstieg griechischer Staatsanleihen. Und nicht zuletzt hat die chinesische Administration mit der ab 25. Februar geltenden Anhebung des Reservesatzes („reserve requirement ratio“) um 50 Basispunkte auf 16,5 Prozent eine weitere Dämpfungsmaßnahme vorgenommen. Die Wirkung der Dämpfungsmaßnahmen auf das Wirtschaftswachstum in China wird an den Rohstoffmärkten genau beobachtet, da China bei vielen Rohstoffen wesentlich, wenn nicht sogar entscheidend zur weiteren Nachfrageentwicklung beiträgt. Änderungen in den Erwartungen, inwieweit die chinesische Regierung den derzeitigen Wachstumspfad beibehalten kann, machen sich daher unmittelbar bei den Rohstoffpreisen bemerkbar und erklären den deutlichen Preisrückgang vor allem bei den konjunktursensitiven Rohstoffen.

### Konjunkturerholung sollte Nachfrage stützen

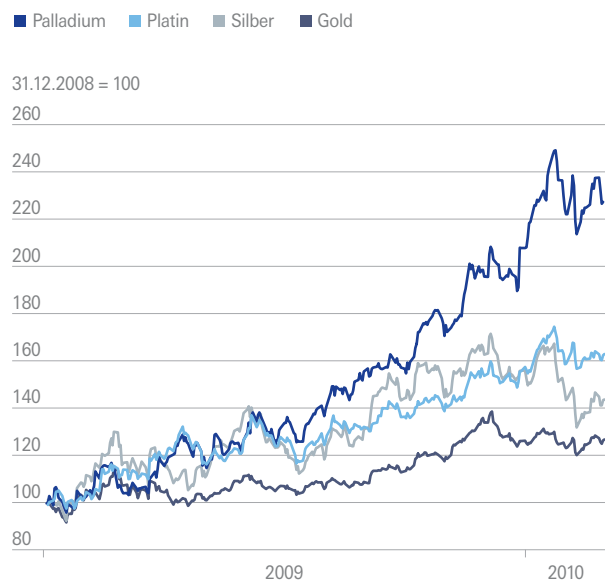
Nach dem Auslaufen einiger Konjunkturprogramme, vor allem der Abwrackprämien im Automobilssektor, hat die Dynamik der Konjunkturerholung im Verlauf des 4. Quartals 2009 deutlich nachgelassen. Wir gehen aber davon aus, dass sich die Konjunkturerholung in diesem Jahr fortsetzen wird. Die Impulse gehen dabei von den Investitionen in Infrastrukturprogramme aus sowie von dem verbesserten Ausblick für die Industrieproduktion und den zunehmenden Wachstumsanteilen an der Weltkonjunktur aus den Emerging Markets, die in der Regel eine rohstoffintensivere Produktionsstruktur aufweisen. Die Rohstoffpreise scheinen somit gut gestützt und diversifizierte Rohstoffindizes sollten daher ihren steigenden Trend, wenn auch mit einer deutlich geringeren Dynamik, fortsetzen. Die vorher genannten Unsicherheitsfaktoren belasten aber den kurzfristigen Ausblick, sodass in den kommenden Wochen mit einer höheren Schwankungsanfälligkeit gerechnet werden muss.

### IEA erwartet Anstieg der Ölnachfrage

Nach Angaben der Internationalen Energieagentur (IEA) lag der globale Ölverbrauch 2009 bei 84,9 Mio Fass pro Tag. Für 2010 geht die IEA von einem Anstieg des Ölverbrauchs um 1,8 Prozent auf 86,5 Mio Fass pro Tag aus. Dabei wird unterstellt, dass die Ölnachfrage in den Industrieländern konstant bei 45,5 Mio Fass bleibt und der Anstieg im Rest der Welt erfolgt. Man erwartet, dass der Anstieg des Verbrauchs überwiegend (etwa 1,0 Mio Fass) durch einen Produktionsanstieg außer-

halb der OPEC abgedeckt wird. Aufgrund des sich daraus ergebenden Wachstumspotenzials und der derzeit hohen Lagerbestände gehen wir davon aus, dass die OPEC auf der Konferenz Mitte März keine Ausweitung der Förderquoten beschließen wird.

### Palladium und Platin mit relativer Stärke



Quellen: Bloomberg Finance LP; Deutsche Bank, Global Investment Strategy. Stand: 26.02.2010

### Vorsichtige Haltung zu Metallpreisen

Metallpreisindizes zeigen einen Gleichlauf mit der Konjunkturentwicklung und scheinen daher gut gegen stärkere Preisrückgänge abgesichert. Bereits im vergangenen Jahr erfolgte jedoch bei einer Reihe von Metallen ein starker Preisanstieg durch einen Reserveaufbau Chinas. Dies und teilweise hohe Lagerbestände bestärken uns in unserer vorsichtigen Einschätzung des weiteren Preispotenzials. Positiv gestimmt bleiben wir im Bereich der Edelmetalle für Platin und Palladium, die von der Erholung des Automobilssektors profitieren sollten. Die Beimischung von Gold in Wertpapierportfolios hat weiter seine Berechtigung, wie der Goldpreisanstieg während der Zuspitzung der Griechenlandkrise gezeigt hat.

### Divergierende Entwicklung bei Agrarpreisen

Bei einer Reihe von Agrargütern waren Preisrückgänge aufgrund von guten Produktionsergebnissen zu beobachten. Wir gehen davon aus, dass strukturelle Faktoren (zum Beispiel Mais für die Ethanolproduktion in den USA) und globale Nachfragen zu Preisanstiegen im Agrarsektor führen werden.

Von Dr. Eric Jahn

## 2010 als attraktives Anlagejahr für Private Equity

Private-Equity-Investitionen, die in beziehungsweise kurz nach Rezessionen getätigt wurden, haben in der Vergangenheit zu überdurchschnittlichen Renditen geführt, da geringere Einstandspreise höhere Finanzierungskosten und höhere Eigenkapitalanforderungen tendenziell überkompensierten.

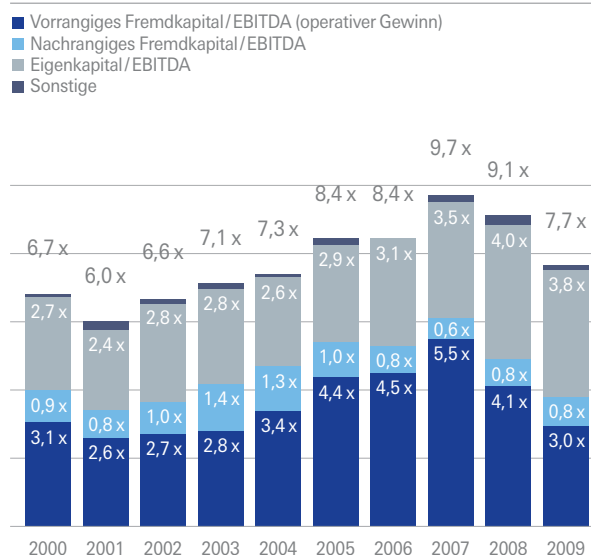
### Geringere Einstandspreise, mehr Eigenkapital

Als eine Folge der Wirtschafts- und Finanzkrise fielen die durchschnittlichen Einstandspreise bei Private-Equity-Investitionen 2009 geringer aus als in den Jahren zwischen 2005 und 2008. Mit etwa 50 Prozent war der Eigenkapitalanteil in Private-Equity-Transaktionen 2009 indes höher als vor Ausbruch der Krise.

### 2010 als attraktives Anlagejahr für Private Equity

Wir gehen davon aus, dass 2010 ein attraktives Jahr für Private-Equity-Investitionen ist, da die Zunahme der Transaktionsaktivität im Unternehmenssektor das Angebot an Anlagemöglichkeiten erhöhen dürfte und die Verfügbarkeit von Übernahmekrediten zunimmt. Wir bevorzugen weiterhin Distressed- und Mezzaninestrategien, da der Bedarf an Unternehmensrestrukturierungen und -finanzierungen weiter hoch ist.

### Private-Equity-Kaufpreiszusammensetzung



Quellen: Deutsche Bank, Global Investment Solutions; Morgan Stanley; S&P LCD. Stand: Ende 2009

Von Dr. Dirk Steffen

Hedgefonds

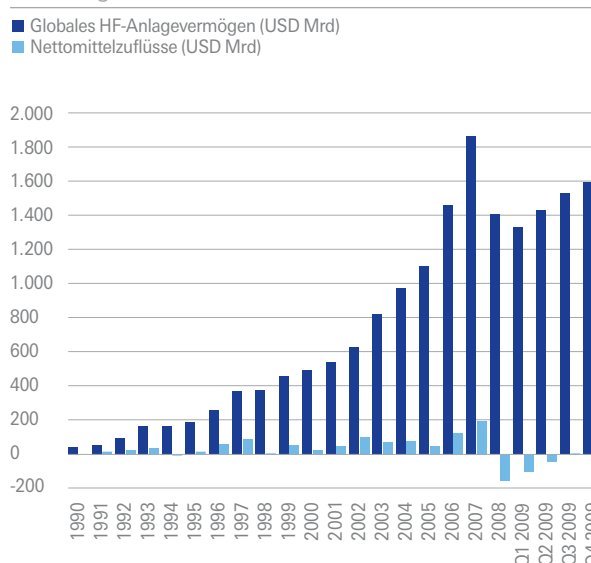
## Aktives Management gewinnt an Bedeutung

Aus unserer Sicht wird die Bedeutung von aktiven Anlagestrategien über das Jahr hinweg zunehmen. Richtung Jahresmitte werden sich die Marktteilnehmer voraussichtlich noch stärker als ohnehin schon auf monetäre und fiskalische Ausstiegsstrategien der Regierungen konzentrieren, ein weniger vorteilhaftes Marktumfeld für passive Anlagestile wäre die Konsequenz. Dynamische Asset Allocation und sorgfältige Wertpapier- und Sektorselektion, charakteristisch für Hedgefonds, sind daher aus unserer Sicht entscheidend für ein erfolgreiches Investmentjahr 2010.

### Hedgefondsbranche zeigt sich robust

Das global von Hedgefonds verwaltete Vermögen stieg im 4. Quartal 2009 auf 1,6 Billionen USD an und lag somit per Ende 2009 etwa 14 Prozent über dem Wert von Ende 2008. Die Nettozuflüsse (+13,7 Mrd USD) waren im 4. Quartal 2009 erneut positiv, das Wachstum der Branche ist jedoch zunächst noch vornehmlich auf die robuste Performance zurückzuführen. Wir bevorzugen derzeit eine ausgewogene Hedgefondsstrategieallokation mit einer leichten Favorisierung von aktienmarktnahen Managern. Im Jahresverlauf sollten Event-Driven-Strategien in den Vordergrund treten.

### Die Hedgefondsbranche wächst wieder



Quellen: Deutsche Bank, Global Investment Solutions; HFR Industry Report Q4 2009. Stand: 31.12.2009

## 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 Finance LP; Deutsche Bank, Global Investment Solutions; Deutsche Bank, Global Investment Strategy; Deutsche Bank, Global Market Research; HFR Industry Report Q4 2009; Investment Property Databank; Morgan Stanley; S&P LCD; Thomson Reuters Datastream

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

Autor: Deutsche Bank AG, Frankfurt

ViSdP: Steffen Mitschka, Frankfurt

Grafikdesign: Weigand Design und Kommunikation GmbH, Frankfurt

Druck: Adelman GmbH, Frankfurt

© März 2010. Deutsche Bank AG. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Dieses Papier ist umweltverträglich.

Schutzgebühr: 3,50 EUR