



Ausblick 3. Quartal 2010

Orientierung gefragt

Leistung aus Leidenschaft



Orientierung gefragt



Dr. Helmut Kaiser,
Globaler Chefanlagestrategie

Liebe Anlegerin, lieber Anleger,

die Risikobereitschaft der Anleger, die vor allem durch die fortgesetzte konjunkturelle globale Erholung und ausgezeichnete Unternehmensgewinne sowohl in den USA als auch in Deutschland unterstützt wurde und bis Ende April zu einer 13-monatigen Rallye an den Märkten für riskantere Anlagen geführt hatte, wurde in den letzten Wochen auf eine harte Probe gestellt. Angst vor Zahlungsausfällen bei Staatsanleihen in Süd- und Osteuropa sowie anhaltende Diskussionen um den Erhalt der Eurozone als Ganzes führten vor allem im Mai zu deutlichen Einbußen auf den internationalen Aktienmärkten, Ausweitungen von Kreditspreads, einem starken Anstieg der Volatilitäten und einer rasanten Euro-Abwertung – die Deflationsängste aus 2008 sind zurück.

Investoren brauchen in diesem volatilen und von starken Emotionen geprägten Investmentumfeld Orientierung. Zwei maßgebliche Faktoren gilt es für sie zu berücksichtigen: ihren individuellen Zeithorizont und ihr Risikoprofil. Investoren, die keine überdurchschnittlich erhöhte Volatilität in ihren Portfolios wünschen oder die nur für einen kurzen Zeitraum anlegen möchten, raten wir zu kurzfristigen liquiden Anlagen und zur Risikoreduzierung. Anlegern, die größere Volatilität bei den Mark-to-Market-Bewertungen in Kauf nehmen können oder die einen mittleren bis langen Anlagehorizont besitzen, empfehlen wir, nach den teilweise massiven Kursabstürzen auf einigen Märkten Gelegenheiten zum Positionsaufbau zu nutzen. Die derzeitige Situation bietet insbesondere für jene Anleger, die an der Aktien- und Kreditmarktrallye von 2009 nicht partizipiert haben, äußerst günstige Gelegenheiten, um ihr Risikoexposure allmählich zu erhöhen.

Trotz momentan gedrückter Stimmung in Euroland weisen wir erneut darauf hin, dass die Fundamental-faktoren, vor allem in den USA und den Schwellenmärkten, weiterhin attraktiv ausfallen – hier sind die

momentanen Deflationsängste übertrieben. So setzt sich die Erholung der US-Wirtschaft fort, die Binnen-nachfrage in China und auch in Brasilien erreicht zweistellige Zuwachsraten. In Anbetracht der aktuellen Marktturbulenzen dürften die wichtigsten Notenbanken in den G7-Staaten zudem noch längere Zeit an ihrer lockeren Geldpolitik festhalten, was die Frage nach den Alternativen nahezu zinsloser Geldmarktanlagen provoziert. Darüber hinaus empfehlen wir für die zweite Jahreshälfte 2010 folgende Investmentstrategien:

Schwellenmarktaktien und -anleihen vor allem aus Asien weiter aufbauen: Die Schwellenmärkte profitieren weiterhin von einer starken Erholung der Wirtschaftstätigkeit. Zudem verfügen sie angesichts ihres niedrigen Verhältnisses von Schulden zu BIP im Vergleich zu den Industrienationen über einen solideren Haushalt. Überdies werden sich die Schwellenmarkt-währungen wahrscheinlich weiterhin aufwerten.

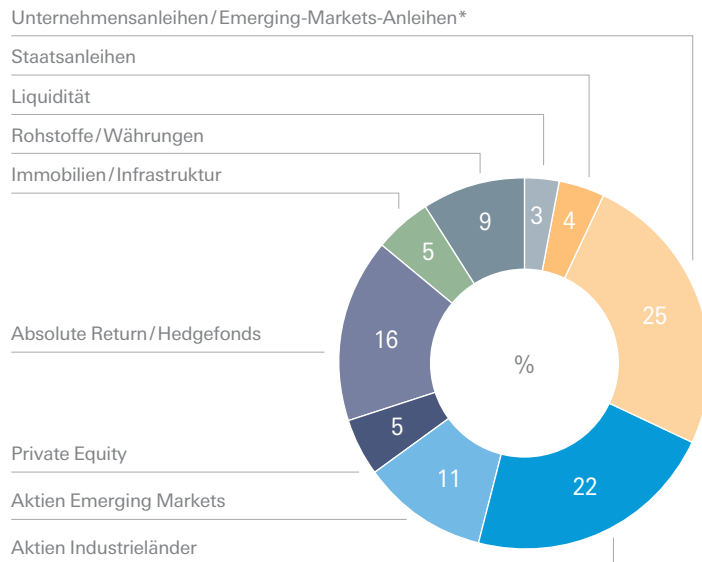
Deutsche Exportwerte übergewichten: Da sich der Euro derzeit auf dem niedrigsten Niveau seit 2006 befindet, dürfte der deutsche Export von einer größeren Wettbewerbsfähigkeit und attraktiven Bewertungen profitieren.

Weiterhin auf US-Aktien setzen: Die Unternehmensergebnisse übertreffen weiterhin die Erwartungen (auf Umsatz-, Gewinn- und Margenebene), und die Bewertungen sind überaus attraktiv im historischen Kontext.

Ihr

Vermögensaufteilung und Assetklassenübersicht

Aktuelle Vermögensaufteilung des Global Investment Committee



Restriktionsfreie Strategie basierend auf der Vermögensaufteilung des Global Investment Committee mit Fokus auf Werterhalt 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: 26.05.2010

Aktien Industrieländer: Angesichts der positiven Wirtschafts- und Ertragsperspektiven sowie günstiger Bewertungen und anhaltend niedriger Zinsen sehen wir derzeit trotz der Schuldenproblematik günstige Einstiegschancen. Innerhalb der Eurozone bevorzugen wir aufgrund der Euro-Schwäche vor allem Exportwerte.

Aktien Emerging Markets (EM): Das strukturell relativ hohe Wachstums- und Gewinnpotenzial spricht für einen nennenswerten Anteil in der Asset Allocation. Die im Vergleich zu den entwickelten Märkten bessere fundamentale Lage vieler EM (vor allem Verschuldungstrend), der Gewinnausblick und die attraktive Bewertung sprechen für eine Erholung insbesondere der asiatischen EM.

Staatsanleihen: Die jüngste Rallye vor allem von US-Staatsanleihen und Bundesanleihen wurde getragen von wachsender Verunsicherung über die Zukunft der Eurozone. Wir halten unsere Allokation niedrig, da wir erwarten, dass diese Bewegung nur temporär sein wird. Die EUR-, aber vor allem die US-Renditen stehen momentan nicht im Einklang mit den makroökonomisch positiven Perspektiven.

Unternehmensanleihen: Jüngste Kursrückgänge bei Unternehmensanleihen würden wir selektiv zum Aufbau nutzen. Da Spreads von Anleihen aus dem Blue-Chip-Segment vielfach nicht mehr sehr attraktiv sind, würden wir geringer bewertete Unternehmen trotz des höheren Risikos derzeit bevorzugen.

Immobilien / Infrastruktur: Die gestiegene Nachfrage nach Gewerbeimmobilien defensiven Charakters hat deren Anfangsrenditen regional merklich sinken lassen. Eine deutliche Erholung der Mietmärkte erscheint unwahrscheinlich für 2010. Dennoch bleiben Gewerbeimmobilien attraktiv im Vergleich zu Staatsanleihen.

Rohstoffe / Währungen: Angesichts der erwarteten globalen Konjunkturerholung sollte sich der Ölpreis wieder festigen. Bedenken über die Eurozone haben den Euro und andere zyklische Währungen unter Druck gebracht (AUD, CAD, EM-Währungen). Dort rechnen wir mit einer Gegenbewegung, sobald sich die Märkte etwas beruhigen. Die Verluste im Euro sehen wir als strukturell an und erwarten weitere Euro-Schwäche auf Jahressicht.

Private Equity: Günstige Bewertungen und niedrige Zinsen erzeugen ein attraktives Umfeld für das traditionelle Private-Equity-Geschäft („Buyouts“). Zwar verfügen Private-Equity-Firmen derzeit über ein hohes Maß an investierbarem Eigenkapital. Die Verfügbarkeit von Übernahmekrediten bleibt jedoch relativ gering.

Hedgefonds: Wir bevorzugen eine ausgewogene Strategieallokation mit einer Favorisierung von Long / Short-Equity und Event Driven. Wir halten indes an unserer vorsichtigen Einschätzung von Trendfolgemodellen fest und empfehlen des Weiteren, reine Arbitragestrategien deutlich unterzugewichten.

Von Dr. Helmut Kaiser und Dr. Elke Speidel-Walz

Auf Wachstumspfad mit ungleicher Verteilung

Das globale Wirtschaftswachstum bleibt stark, wird aber immer ungleicher verteilt. Das stärkste Wachstum weisen die USA, die asiatischen Emerging Markets und Brasilien auf, am unteren Ende steht Europa, wo eher noch Abwärtsrevisionen zu erwarten sind. Der von den EU-Regierungen, IWF und EZB beschlossene 750-Mrd-Euro-Rettungsschirm ist eine außergewöhnliche Maßnahme, um die Stabilität im Euroraum wiederherzustellen, die kurzfristig eine Stabilisierung der Risikoprämien erreichte. Mittelfristig erfordert die Glaubwürdigkeit des Euro-Systems aber klare Anreize zur Budgetkonsolidierung.

Wachstumsrisiken in Euroland

Der strikte Sparkurs, der in den kleineren Ländern schon eingeleitet wurde und 2011 auch in den Kernländern vorgesehen ist, ist zwar notwendig, um die Haushaltsdefizite auf finanzierbare Größen zu reduzieren, er dämpft jedoch auch die Wachstumsaussichten Eurolands trotz der positiven Wirkung des schwachen Euros. Am besten fahren in diesem Umfeld die exportstarken Länder (Deutschland), während die schuldengeplagten und wenig wettbewerbsfähigen Länder (Griechenland, Portugal, Spanien) auch 2011 kaum wachsen können. Im Gegensatz dazu boomt in den USA und in den großen Emerging Markets nicht nur die Export-, sondern auch die Inlandsnachfrage.

Inflationsrisiko allenfalls auf lange Sicht

In Euroland ist aufgrund der notwendigen restriktiven Fiskalpolitik eher Deflation als Inflation ein realistisches Szenario. Das Risiko, dass die stark steigende Staatsverschuldung in fast allen Industrieländern inflationär

wirken könnte, besteht erst auf längere Frist. Die USA und Großbritannien sind eher anfällig für ein solches Szenario als die Eurozone, wo wir eine lange Phase niedriger Inflation beziehungsweise sogar Deflationsrisiken erwarten. Der Inflationsausblick und die neuen globalen Unsicherheiten haben die Erwartungen erster Zinserhöhungen auf frühestens 2011 verschoben. In Euroland rechtfertigt weder die schwache Konjunkturerholung noch der Inflationsausblick eine baldige Zinserhöhung, und die Euro-Krise hat zuletzt jegliche Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung in diesem Jahr verschwinden lassen. Die Glaubwürdigkeit der EZB hat unter der Entscheidung, direkte Käufe von Staatsanleihen zu tätigen, gelitten. Der Test für die EZB steht noch aus, wenn Käufe in großem Umfang notwendig werden und die geldpolitische Neutralisierung dieser zusätzlichen Liquidität schwierig wird.

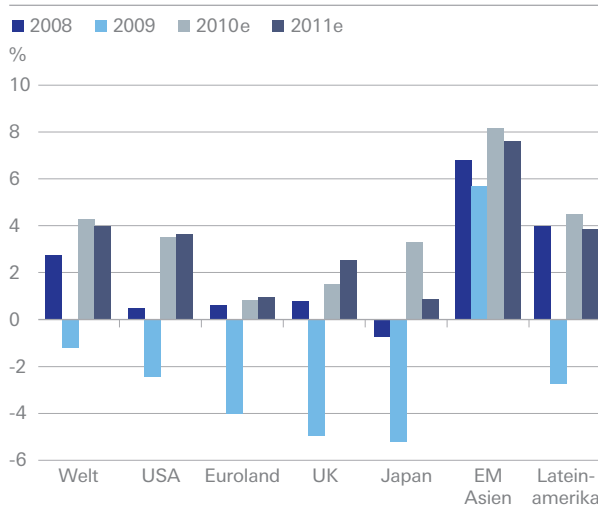
Konsequenzen für die Anlagestrategie

US-Staatspapiere und Bundesanleihen haben von der Eskalation der Euro-Krise und der Flucht in sichere Häfen profitiert. Die Anleihekurse sind aber mittelfristig korrekturanfällig trotz des vorerst weiter niedrigen Inflationsausblicks. Hauptrisiken gehen vom global steigenden Angebot an Staatspapieren und von einer infolge der explodierenden Staatsschulden und langfristiger Inflationsgefahren steigenden Risikoprämie aus. Auf kurze Sicht könnte die Flucht in sichere Häfen (Bundesanleihen) weiter anhalten. Aufgrund des niedrigen Renditeniveaus rechnen wir aber mit Kursverlusten bei Staatsanleihen. Aktienmärkte sind im Umfeld globaler Wachstumsstärke attraktiv, sofern es sich um exportdominierte Märkte mit Absatzschwerpunkt außerhalb Europas handelt (US-Markt, Deutschland, Emerging Markets in Asien und Lateinamerika). Mit steigenden Kapitalmarktzinsen dürfte sich im Laufe des Jahres 2011 die relative Attraktivität Renten / Aktien wieder drehen. Sobald sich die Zinsen in Richtung 4–5% bewegen, ist ein Wiedereinstieg in die Rentenmärkte überlegenswert.

Risikoszenario: Deflation in Euroland

Aus Sicht eines Euro-Investors ist das prominenteste Risikoszenario eine Verschärfung der Verschuldungs- und Vertrauenskrise in Euroland verbunden mit deflationären Tendenzen. Hauptproblem ist der sehr schwache Wachstumsausblick, der durch die notwendige Sparpolitik noch verschlechtert wird, bzw. ein Teufelskreis aus niedrigem Wachstum und steigenden Haushaltsdefiziten. Die befürchtete inflationäre Wirkung hoher Verschuldung kommt hier nicht zum Tragen. Erstens liegt die inländische Nachfrage aus strukturellem und zyklischem Grund am Boden (Überschuldung der Haushalte in Portugal und Spanien, hohe Arbeitslosigkeit, Reallohnverluste in Deutschland und ähnliches). Zweitens spricht die Unabhängigkeit der Zentralbank dagegen.

BIP-Wachstum



Quellen: Deutsche Bank, Global Investment Solutions; Deutsche Bank, Global Markets Research. Stand: 02.06.2010

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

Von Matthias Pannhorst

Eine schnelle Erholung des Euros ist nicht zu erwarten

Die Sorgen um den Fortbestand des Euros, die seit nunmehr einem halben Jahr an den Märkten kursieren und den Kurs der Einheitswährung immer weiter drücken, sind nur schwer zu beruhigen. Trotz umfangreicher Garantiezusagen auf Ebene des Euro-Systems und einer Vielzahl ambitionierter Sparpakete nationaler Regierungen ist das Vertrauen der Märkte in die Institutionen des Euros bislang nicht zurückgekehrt.

Das Problem hoch verschuldeter Staaten wird sich nicht kurzfristig lösen lassen. Auch wenn die derzeitige Defizit- und Verschuldungssituation und die Projektionen für die weitere Entwicklung in den USA und Großbritannien nicht wirklich solider sind (in Japan hingegen noch viel schlechter), hat der Markt im Moment einen klaren Fokus auf die Probleme Europas. Neben der als unklar empfundenen wirtschaftlichen Perspektive spielt dabei sicherlich auch eine Rolle, dass Europa sich nur schwer auf eine einheitliche politische Linie und Krisenstrategie festlegen kann, während beispielsweise die USA als sehr viel homogener wahrgenommen werden. Auch dies wird sich nicht kurzfristig ändern.

Weitere Euro-Schwäche erwartet

Durch die Entwicklungen der letzten Monate sind zudem schnelle Zinserhöhungen in Europa unwahrscheinlicher geworden. Wir gehen davon aus, dass die EZB auch abseits der Zinspolitik die Liquiditätsversorgung der Märkte und vor allem des Bankensystems hochhalten wird, und zwar auf absehbare Zeit. Zuletzt wurde zudem durch den direkten Ankauf von Staatsanleihen ein weiterer, durchaus umstrittener Schritt unternommen, um die Rentenmärkte der europäischen Peripherieländer zu stützen. Zumindest relativ gesehen macht all dies den Euro weniger attraktiv im Vergleich zum US-Dollar.

Wir erwarten mithin, dass sich der Euro weiter sukzessive abschwächen wird und rechnen mit einem EUR/USD-Kurs um die 1.10 EUR/USD in zwölf Monaten. Denn zuletzt war nicht nur der Euro schwach, sondern auch der Dollar als vermeintlich sichere Zuflucht profitierte von den bestehenden Unsicherheiten.

Dies gilt auch für andere Rückzugswährungen wie den Schweizer Franken oder den japanischen Yen.

Vor allem bei Letzterem erachten wir die gegenwärtige Stärke aber als vorübergehendes Phänomen und behalten unsere negative Einschätzung gegenüber dem Yen bei. Derzeit spricht nichts dafür, dass die japanische Zentralbank ihre seit Jahren andauernde Nullzinspolitik in absehbarer Zukunft aufgeben wird. Der Yen ist damit auf dem Weg, wieder die bevorzugte Währung zur Finanzierung von Carry Trades zu werden.

Schwäche der Rohstoffwährungen temporär

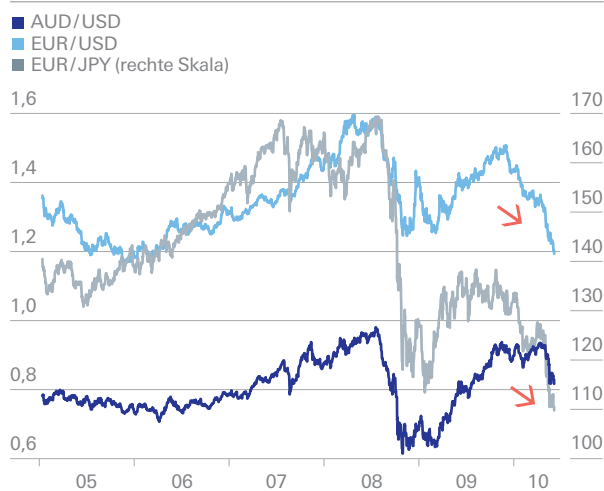
Zu Unrecht hingegen wurden aus unserer Sicht Wäh-

rungen mit starker Rohstoffabhängigkeit und viele Schwellenländerwährungen abgestraft. Die dahinterstehende Befürchtung ist, dass durch die Turbulenzen in Europa und die Notwendigkeit zu strikten Sparmaßnahmen in einem Großteil der Industrieländer der globale Wirtschaftsaufschwung gefährdet sein könnte. Dies halten wir derzeit aber für wenig wahrscheinlich, vor allem, weil die meisten Ökonomen schon zum Ende der Rezession erwartet haben, dass der globale Wachstumsbeitrag von Europa relativ gering sein würde.

Eine positive Meinung haben wir demnach gegenüber den Währungen vor allem asiatischer Schwellenländern, die aus strukturellen Gründen langsam und längerfristig aufwerten sollten. Da wir außerdem eine positive Preisentwicklung von Öl und anderen Rohstoffen erwarten, sollten auch die Dollarblock-Währungen (vor allem CAD, aber auch AUD und NZD) wieder aufholen können – umso mehr, als deren Fundamentaldaten sich vom Durchschnitt der Industrieländer positiv abheben.

Die Marktstimmung gegenüber dem britischen Pfund war vor den Unterhauswahlen im Mai sehr negativ. Durch die schnelle Regierungsbildung sowie die Ankündigung von seitens vieler Analysten als glaubhaft empfundenen Sparmaßnahmen hat sich die Meinung zu dieser Währung vielfach aufgeheitelt. Positiv zu sehen ist, dass die Politik der Bank of England etwas klarer geworden ist: In Anbetracht der Sparbemühungen ist die Zentralbank offenkundig bereit, eine etwas höhere Inflation zu tolerieren, um nicht durch eine straffere Geldpolitik zusätzlichen Druck auf die Wachstumsperspektiven des Landes auszuüben.

Euro-Krise drückt auch volatilere Währungen



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

Von Wolfgang Stöhr

Gute Einstiegsmöglichkeit trotz verbleibender Risiken

Im April konnten die Aktienmärkte der Industrieländer dank einer positiv verlaufenden Berichtssaison noch neue Höchststände des seit März 2009 bestehenden Aufwärtstrends markieren. Seither wird das Marktgeschehen wesentlich durch die europäische Schuldenkrise, die sich vor allem auf die südlichen Länder sowie Irland konzentriert, bestimmt. Die Sorgen über ein etwaiges Übergreifen der Krise auf andere Länder, die notwendigen Sparmaßnahmen zur Lösung der Fiskalkrise sowie die Befürchtungen von möglichen negativen Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum, nicht nur in der Eurozone, belasteten die Marktstimmung erheblich. Als eine Folge dieser Bedenken korrigierten die Aktienkurse deutlich. Ein in seinem Umfang beispielloses europäisches Rettungspaket konnte nur zwischenzeitlich für eine Erholung der Kurse sorgen. Einige schwächer als erwartet ausgefallene Wirtschaftsdaten trugen zu einer weiteren Verunsicherung der Anleger bei.

Positiver Ausblick für Aktien

Trotz der derzeitigen Belastungen halten wir Aktien aus den meisten Industrieländern für attraktiv. So dürfte sich die Erholung der Weltwirtschaft im weiteren Verlauf des Jahres 2010 sowie 2011 fortsetzen. Vor allem die USA wie auch die Emerging Markets sollten maßgeblich zu der positiven Entwicklung beitragen. In einem solchen Umfeld dürften sich die Unternehmensgewinne weiter gut entwickeln. Bereits nach der guten Berichtssaison zum 1. Quartal 2010 erhöhten die Analysten ihre ohnehin hohen Wachstumsschätzungen für das Jahr 2010 nochmals spürbar. Eine Ausnahme dabei bildeten indes die Peripheriemärkte der Eurozone, deren erwarteter Gewinnanstieg reduziert wurde, was unter anderem an den möglichen Auswirkungen der Fiskalkrise liegt. Die Gewinnwachstumsschätzungen für die Unternehmen der Kernländer fallen jedoch deutlich höher aus. Die positiven Wirtschafts- und Unternehmensperspektiven sollten auf mittelfristige Sicht zu Zuversicht führen und den Märkten positive Impulse geben.

Die Aktienmärkte erhalten ebenso Unterstützung von der Bewertungsseite. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse liegen nach der Korrektur beträchtlich unter ihren langfristigen Durchschnittsniveaus. Die entsprechenden Werte auf Basis der kommenden zwölf Monate für den DAX betragen per 8. Juni 10,2 gegenüber dem 20-Jahres-Median von 15,6. In den wichtigsten Märkten liegt auch der Risikoaufschlag gegenüber den entsprechenden Staatsanleihen im historischen Vergleich deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt. Sehr viele Einzelwerte weisen zudem eine erwartete Dividendenrendite auf, die nennenswert über der von entsprechenden zehnjährigen Staatsanleihen liegt. Angesichts der Verschuldungsproblematik dürften die Zentralbanken

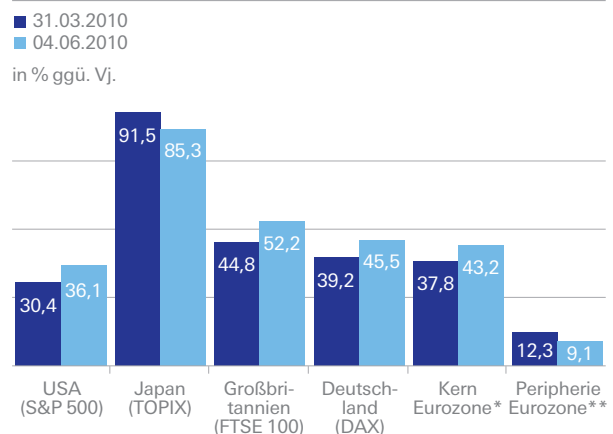
wichtiger Industrieländer ihre expansive Geldpolitik beibehalten, was die Aktienmärkte zusätzlich stützt.

Die Marktteilnehmer dürften sich in den nächsten Monaten wieder zunehmend auf das günstige fundamentale Umfeld fokussieren, was mittelfristig ein spürbares Kurspotenzial erschließen sollte. Jedoch könnten die Verschuldungsproblematik, die Bankenregulierung sowie rückläufige Einkaufsmanagerindizes erneut temporäre Kursschwächen auslösen.

US- und deutsche Aktien deutlich favorisiert

Während für US-Aktien neben attraktiven Bewertungen vor allem das hohe inlandsgetriebene Wachstum spricht, kommt deutschen Aktien insbesondere die starke globale Wirtschaftserholung zugute. Deutsche Aktien sind aufgrund ihrer hohen Exportintensität und ihrer zyklischen Industriestruktur auf globales Wachstum ausgerichtet. Zudem profitieren deutsche Exportwerte in ihrer Wettbewerbsfähigkeit und ihrer Profitabilität von der von uns erwarteten anhaltenden Euro-Schwäche. Darüber hinaus dürften die Kurse deutscher Aktien von der Bevorzugung europäischer Kernländer seitens vieler Investoren profitieren. Auf Branchenebene empfehlen wir in den Industrieländern die zyklischen Bereiche Energie und Technologie. In der Eurozone raten wir zudem zu Industrietiteln, in den USA hingegen zusätzlich zu Gesundheits- und nicht zyklischen Konsumwerten.

Erwartetes Gewinnwachstum 2010 nach Regionen



* Mittelwert der Gewinnwachstumsraten der entsprechenden Länderindizes Belgiens, Deutschlands, Frankreichs und der Niederlande

** Mittelwert der Wachstumsraten der entsprechenden Länderindizes (Italien, Spanien) und MSCI-Länderindizes (Portugal, Irland, Griechenland)

Quellen: Deutsche Bank, Global Investment Solutions; I/B/E/S, Thomson Reuters Datastream. Stand: 04.06.2010

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

Von Dr. Elke Speidel-Walz

Attraktives Ertragspotenzial und fundamentale Stärken

Nachdem Emerging-Markets-(EM-)Aktienmärkte 2009 in Euro einen Ertrag von über 70% brachten (dreimal so viel wie entwickelte Märkte), lag die Performance 2010 (Januar – Mai) nahe Null. Während EM-Aktien im 1. Quartal unter den mit der Zinswende verbundenen Unsicherheiten litten, dominierten zuletzt die drei potenziellen Ansteckungskanäle der Euro-Krise:

- Ähnliche makroökonomische Schwachstellen: Da die Verschuldungssituation in den EM aber viel besser ist als in Europa, trifft dies in der Mehrheit nicht zu (Ausnahme Osteuropa).
- Exportausfall nach Europa: Unter dieser Befürchtung litten vor allem die sehr offenen Regionen EM Asien und Osteuropa. Allerdings exportiert zum Beispiel China zwar 20% der Gesamtausfuhren nach Europa, davon geht aber der größte Teil nach Deutschland, wo noch keine Anzeichen eines Nachfrageeinbruchs erkennbar sind.
- Bankensektorverflechtung: Betroffen ist vor allem Osteuropa, wo ein Großteil der Kredite an den Privatsektor von westeuropäischen Banken stammt.

Stimmungsbesserung in China erwartet

Am chinesischen Aktienmarkt ist (zu) viel Negatives eingepreist: Die gleichzeitige Sorge über Inflation und starke Wachstumsverlangsamung ist nicht konsistent und in beiden Punkten übertrieben. Wirtschaftspolitische Bremsmaßnahmen haben bereits zur graduellen Wachstumsverlangsamung geführt. Sowohl Inlands- als auch Exportnachfrage sind aber nach wie vor robust. Die Wirtschaftspolitik kann dank fiskalischem Spielraums im Falle eines potenziellen externen Schocks (Euro-Exportausfall) wieder gegensteuern. Geldpolitische Restriktionsmaßnahmen werden unter Umständen angesichts globaler Unsicherheiten verzögert. Die Abkühlung am teilweise überhitzten Immobiliensektor ist politisch herbeigeführt und sinnvoll. Generell ist der Sektor robust: Angebot, aber auch Nachfrage steigen stark an. Spekulative Nachfrage konzentriert sich auf wenige Standorte. Immobilienkäufe sind zu einem hohen Anteil mit Barmitteln finanziert und es gibt auch kein „Subprime“-Segment.

Chinesische Inflationssorgen übertrieben

Angesichts der sehr starken Inlandsnachfrage stehen Inflationsrisiken im Vordergrund. Aufgrund ungünstiger Basiseffekte könnte die Inflationsrate im Sommer auf über 3% ansteigen. Die Nachfrageberuhigung nach erfolgreicher Geldpolitik und die Ölpreiskorrektur dürften aber im 2. Halbjahr den Inflationsanstieg dämpfen. Befürchtungen, dass die jüngste Anhebung von Mindestlöhnen in einigen Provinzen inflationsfördernd wirkt, sind zu relativieren. Angesichts zweistelliger Produktivitätszuwächse sind in einigen Branchen durchaus starke Lohnzuwächse möglich, zumal die Löhne in den vergangenen zwei Jahren stagnierten.

Wir erwarten eine Erholung an den Aktienmärkten in China. Auf kurze Sicht, solange Inflationsrisiken noch im Vordergrund stehen, dürften diese Sektoren outperformen: Versicherer, Konsumgüter (Marken mit Preismacht), Grundstoffe. Ebenso präferieren wir Exporteure hochwertiger Güter, deren Löhne bereits deutlich über den Mindestlöhnen liegen und die von starker Nachfrage profitieren.

Ausblick nach Regionen und Ländern

EM Asien bleibt die attraktivste Region dank starken Wachstums bei moderater Inflation, solider Fundamentallage (stabile Staatshaushalte) und hoher Wettbewerbsfähigkeit. Sinkende Exporte nach Europa werden durch zunehmenden intraregionalen Handel und steigende Marktanteile ausgeglichen. In Südkorea dürfte der politische Konflikt mit Nordkorea kein dauerhaftes Problem für den Aktienmarkt bleiben. Aufgrund hoher Wettbewerbsfähigkeit und starker globaler Nachfrage dürfte Südkorea insgesamt – und hier insbesondere die Sektoren Technologie und Autos – weiter steigende Marktanteile verzeichnen. Indien leidet unter den großen EM am wenigsten unter den globalen Unsicherheiten. Konsum und Investitionsnachfrage sind sehr stark. In Lateinamerika dürften auf kurze Sicht in Brasilien die sehr starke Inlandsnachfrage und gestiegener Handel mit EM Asien die Unternehmensgewinne beflügeln. Die Wirtschaft ist auch im 1. Quartal mit 9% gegenüber Vorjahr sehr stark gewachsen. Entsprechend steigen aber auch die Überhitzungsrisiken und die Zentralbank dürfte noch einige Zinserhöhungen vornehmen. Mexiko profitiert dagegen besonders stark vom US-Aufschwung und kann vorerst noch die Vorteile eines kräftigen Aufschwungs bei moderater Inflation vereinen. In Osteuropa überwiegen die Risiken aufgrund eigener Schwachstellen (Verschuldung) und der engen Handels- und Bankensektorverflechtung mit Westeuropa.

Performance MSCI Emerging-Markets-Aktienindizes

Gesamtertrag, % in EUR	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
EM	55,0	18,6	26,1	-50,8	73,5	11,1
Welt	26,8	7,9	-1,2	-37,2	26,7	11,3
Asien EM	46,9	19,2	27,7	-50,3	68,8	11,5
Osteuropa EM	72,6	31,3	13,6	-67,4	78,6	9,2
Lateinamerika EM	73,3	28,4	35,9	-48,8	97,8	8,2

* seit Jahresanfang

Quellen: Deutsche Bank Global Investment Solutions; Thomson Reuters Datastream. Stand: 03.06.2010

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

Von Dr. Konrad Aigner

Konsolidierung der Staatsfinanzen im Fokus

Die Zuspitzung der Verschuldungskrise in der Eurozone und Unsicherheiten in Zusammenhang mit der Stabilität des Euros haben zu einer anhaltenden Flucht in Qualitätstitel geführt. Profitiert haben dabei vor allem die als sichere Häfen erachteten Staatsanleihen der USA und Bundesanleihen. Solange die Unsicherheit an den Märkten die Oberhand behält, werden die niedrigen Renditeniveaus an diesen Märkten fortbestehen. Allerdings sehen wir die Situation aufgrund der Krisenereignisse als kurzfristig verzerrt an, sie sollte sich aber auf mittlere Sicht korrigieren. Trotz eines günstigen Inflationsumfelds erscheinen Staatsanleihen der Industrieländer daher anfällig für Rückschläge.

Öffentliche Verschuldung belastet Anleihemärkte der Industrieländer

Die Hauptrisiken gehen dabei von den Kosten der aggressiven fiskalpolitischen Maßnahmen aus, die zur Konjunkturstabilisierung erforderlich waren. Aufgrund des gestiegenen Finanzierungsbedarfs nehmen Neuemissionen von Staatsanleihen in den Industrieländern zu und belasten die Aufnahmebereitschaft des privaten Sektors an den Anleihemärkten. Die Stütze, die die Notenbanken durch außergewöhnliche geldpolitische Maßnahmen (zum Beispiel umfangreicher Ankauf von Anleihen) dem Anleihemarkt gaben, dürfte im Jahresverlauf reduziert werden. Aufgrund der starken Zunahme der Verschuldung des öffentlichen Sektors in den Industrieländern dürfte die von privaten Investoren geforderte Risikoprämie zunehmen. Die Schuldenstände

in den Industrieländern werden vermutlich von hohem Niveau weiter steigen und trotz Sparanstrengungen nur langsam stabilisiert beziehungsweise reduziert werden können, da aufgrund der erwarteten moderaten Wachstumsraten auch die Steuereinnahmen schwach bleiben werden. Um in diesem Umfeld das Angebot von Staatsanleihen für private Investoren attraktiv zu gestalten, dürfte der Druck zu höheren Renditen zunehmen. Wir behalten daher unsere vorsichtige Haltung gegenüber Staatsanleihen in den Industrieländern bei. Aufgrund des von uns erwarteten Renditeanstiegs auf Sicht von zwölf Monaten empfehlen wir eine defensive Portfolioausrichtung mit Anleihen vorwiegend aus den kurzen Laufzeitenbereichen.

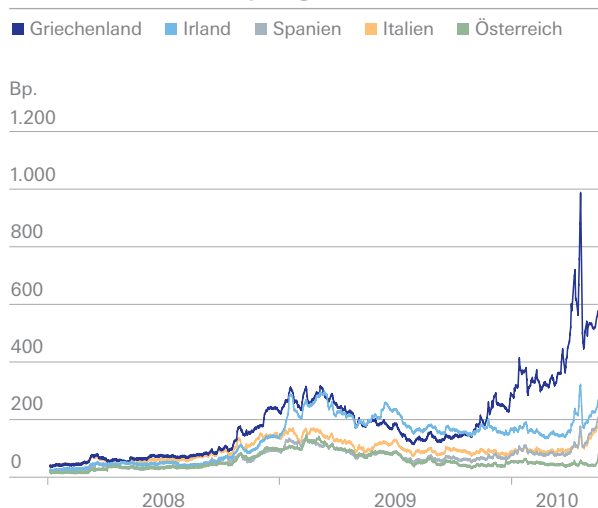
Komplexe Situation in der Eurozone

Der Anstieg der öffentlichen Verschuldung in den Teilnehmerländern der Eurozone und die durch Griechenland ausgelöste Krisensituation hat Konstruktionsbeziehungweise Umsetzungsschwächen für den Euro aufgedeckt. Die damit verbundenen Unsicherheiten haben zu einer deutlichen Ausweitung der Renditeaufschläge der kleineren Länder gegenüber den Kernländern geführt. Vor allem Bundesanleihen konnten von ihrer Rolle als sicherer Hafen profitieren. Ihre relative Stärke sollte einstweilen weiter anhalten. Das zunächst auf drei Jahre angelegte europäische Stabilisierungsprogramm über 750 Mrd EUR sollte eine Stabilisierung und Beruhigung der Situation ermöglichen. Allerdings besteht das Risiko, dass im Falle einer stärkeren Beanspruchung des Instruments sich auch die Finanzierungssituation der „Zahlerländer“ verschlechtern würde. Eine schnelle Verringerung der Renditeaufschläge ist nicht zu erwarten, da die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen in einem länger andauernden Prozess erfolgt, der oft auch mit Rückschlägen verbunden ist. Für den sicheren Anteil im Portfolio würden wir daher kurzlaufende Bundesanleihen einsetzen, aber auch nur einen begrenzten Anteil, da von den derzeit außergewöhnlich niedrigen Niveaus Renditeanstiege wahrscheinlich sind.

Relative Attraktivität von Emerging Markets

Während wir bei den Staatsanleihemärkten der entwickelten Märkte mit Rückschlägen rechnen, ist der Ausblick für die lokalen Staatsanleihemärkte der Emerging Markets (EM) erheblich attraktiver. Deutlich höheren Ertragserwartungen (höhere Coupons) stehen in vielen Ländern überschaubarere Risiken gegenüber. Die erheblich niedrigere Verschuldung und solidere Haushaltslage hält das Ausfallrisiko gering, während starkes Wirtschaftswachstum die Schuldenbedienung problemlos macht. Dies gilt vor allem für EM aus Asien und einige lateinamerikanische Länder, nicht aber für Osteuropa, wo die Schuldenindikatoren und die Verflechtung mit dem westeuropäischen Bankensektor und Außenhandel Risiken bergen.

Renditeabstand zu 10-jährigen Bundesanleihen



Die Renditeaufschläge haben nur teilweise korrigiert und befinden sich weiter auf hohen Niveaus.

Quellen: Bloomberg Finance LP; Deutsche Bank, Global Investment Solutions. Stand: 07.06.2010

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

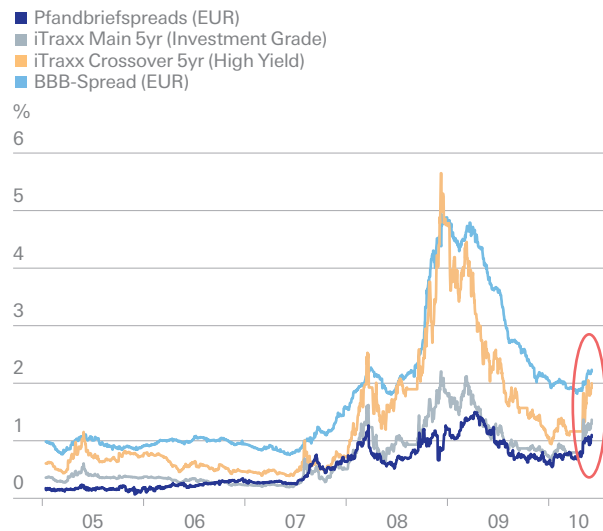
Von Matthias Pannhorst

Kursrückgänge selektiv zum Einstieg nutzen

Sorgen um den Fortgang der globalen Erholung und schlechte Nachrichten rund um den Euro haben nicht nur die weltweiten Aktienmärkte in Nervosität versetzt – auch Unternehmensanleihen mussten größtenteils Kursverluste hinnehmen. Spekulative High-Yield-Titel litten dabei stärker als Investment-Grade-Anleihen. Auf Sektorebene weiteten sich vor allem die Spreads von Unternehmen des Finanzsektors aus. Auch stiegen die Absicherungskosten gegen einen Schuldnerausfall deutlich an (siehe iTraxx-Indizes in nebenstehender Grafik).

Die Gefahr steigender Kapitalmarktzinsen ist insbesondere in Europa jüngst zwar in den Hintergrund getreten, bleibt aber mittelfristig ein Thema. Daher raten wir zu Anleihen mit kurzer Laufzeit, da diese weniger stark auf Zinsänderungen reagieren als Langläufer. Betrachtet man die Performance seit dem Höhepunkt der Finanzkrise im Herbst 2008, so haben EUR- und GBP-Anleihen noch Aufholpotenzial gegenüber USD-Anleihen. Inmitten nervöser Märkte sind Pfandbriefemissionen jüngst deutlich zurückgegangen. Durch das Auslaufen der EZB-Stützungskäufe Ende Juni sollte die Emissionstätigkeit auch nur langsam wieder anziehen.

Negative Marktstimmung beeinflusst auch Anleihen



Quelle: Bloomberg Finance LP. Stand: 07.06.2010

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

Von Dr. Eric Jahn

Immobilien & Infrastruktur

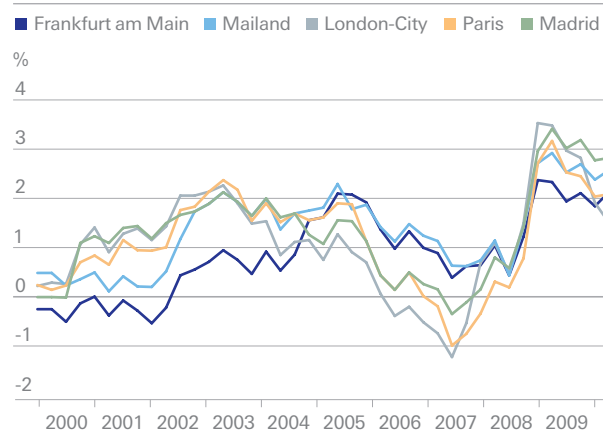
Gesunkene Renditeaufschläge bei Gewerbeimmobilien

Die gestiegene Nachfrage nach Gewerbeimmobilien mit defensivem Charakter hat deren Preise seit einem knappen Jahr steigen lassen, was sich in niedrigeren Anfangsrenditen niederschlägt. Wir gehen davon aus, dass sich der Abwärtstrend bei den Anfangsrenditen – beziehungsweise der Anstieg der Preise – von Gewerbeimmobilien im weiteren Verlauf von 2010 deutlich abschwächt. Insbesondere in Teilen Asiens und Großbritannien sind die Anfangsrenditen und damit die Attraktivität von Gewerbeimmobilienanlagen infolge steigender Preise bereits wieder bedeutsam gesunken.

Schwacher Mietmarkt versus niedrige Zinsen

Der europäische Mietmarkt entwickelt sich weiterhin insgesamt schwach, wobei eine Erholung der Mieten nicht vor 2011 einsetzen dürfte. Das von den zahlreichen Sparprogrammen ausgehende Wachstumsrisiko dürfte den Mietmarkt zusätzlich belasten. Trotz gesunkener Anfangsrenditen und des schwierigen Mietmarkts bleibt die relative Attraktivität von Gewerbeimmobilieninvestments gegenüber Anlagen in Staatsanleihen weiterhin bestehen. Wir raten Anlegern jedoch, weiterhin auf defensive Investments zu setzen.

Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen



Die Grafik bildet die Differenz zwischen der Anfangsrendite von Büroimmobilien in Spitzenlagen in den dargestellten Städten und der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen quartalsweise ab (Ausnahme: Bei London-City werden britische Staatsanleihen betrachtet).

Quellen: Bloomberg Finance LP; Deutsche Bank, Global Investment Solutions; RREEF. Stand: Q1 2010

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

Von Dr. Konrad Aigner

Unsicherheit drückt Rohstoffpreise

Die Zuspitzung der Verschuldungskrise in Griechenland Ende April, die weiter schwelenden Euro-Unsicherheiten sowie die Belastungen, die sich durch die erforderlichen fiskalpolitischen Konsolidierungsmaßnahmen der Euro-Teilnehmerländer für das Wirtschaftswachstum ergeben, haben zu hoher Nervosität an den Finanzmärkten geführt. Die Eintrübung des Konjunkturausblicks belastete auch die Rohstoffmärkte und führte zu Preisrückgängen bei allen wichtigen Rohstoffen. Eine Ausnahme war der Goldpreis, der von seiner Rolle als sicherer Hafen profitieren konnte.

Das Auf und Ab der Nachrichtenlage zur Konsolidierung der öffentlichen Finanzen dürfte auf absehbare Zeit für Volatilität an den Finanzmärkten und damit auch an den Rohstoffmärkten sorgen. Für die Nachfrageentwicklung am Rohstoffmarkt ist der ohnehin relativ niedrige Wachstums- und Nachfragebeitrag der Eurozone aber nicht entscheidend. Wichtig ist unsere Erwartung, dass die Wirtschaft in den USA und den Emerging Markets weiter wächst. Das maßgebliche Argument für unsere insgesamt positive Haltung für die allgemeine Rohstoffpreisentwicklung ist die zunehmende Verlagerung der globalen Wachstumsbeiträge von den Industrieländern in die dynamisch wachsenden Schwellenländer. Dieser Trend zeigt sich zum Beispiel in der Entwicklung der globalen Ölnachfrage (vgl. Grafik). Während die Ölnachfrage in den Industrieländern in den letzten Jahren aufgrund der geringeren Wachstumsdynamik, aber auch durch Einsparanstrengungen und den Einsatz neuer Technologien vergleichsweise stabil geblieben ist, weist der Ölverbrauch in den Schwellenländern einen steigenden Trend auf, der auf absehbare Zeit anhalten wird.

Gold als Schutzinstrument attraktiv

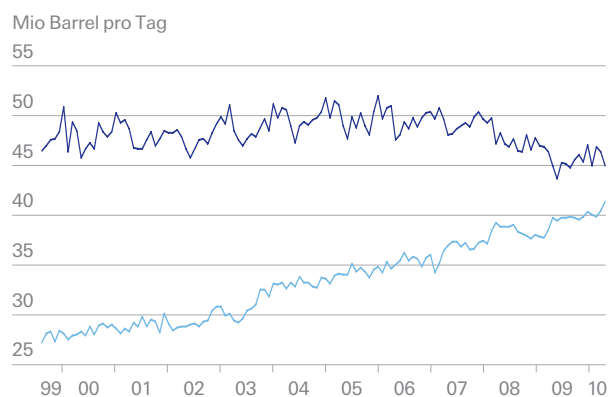
Für einen starken Goldpreisanstieg wäre vermutlich die Zuspitzung eines erneuten Krisenereignisses erforderlich, eine Situation, die wir nicht erwarten. Andererseits aber zeigt die Erfahrung, dass nach größeren Krisenereignissen häufig die Verunsicherung und Anfälligkeit für stärkere Preisausschläge für längere Zeit anhält. In diesen Marktphasen bleiben Anlageinstrumente, die einen sicheren Hafen bieten, gesucht. Dies wird zum Beispiel durch die derzeit starken Zuflüsse in die Gold-ETFs bestätigt. Der Goldpreis scheint daneben aus einer Reihe von weiteren Gründen gut gestützt:

Um die wachstumsdämpfenden Effekte der fiskalpolitischen Konsolidierung abzufedern dürften die Zentralbanken in den Industrieländern ihre Leitzinsen noch einige Zeit niedrig halten. Dies stützt Gold, da aufgrund der geringen Attraktivität alternativer Anlagemöglichkeiten die fehlende laufende Verzinsung eine geringere Rolle spielt. Goldpreisanstiege erfolgen daher häufig in Marktphasen niedriger Zinsen.

Ein weiteres Argument ergibt sich in der aktuellen Situation aus der Tatsache, dass die Verschuldungskrise das Vertrauen internationaler Anleger in den Euro erschüttert hat. Gold stellt eine Ausweichmöglichkeit für diejenigen Anleger dar, die ihre Währungspositionen diversifizieren wollen.

Strukturelle Verschiebung der Ölnachfrage

■ OECD-Ölnachfrage
■ Ölnachfrage ex OECD



Während die Ölnachfrage aus den Industrieländern (OECD) aufgrund des starken Konjunktüreintrucks 2008 rückläufig war, hält der steigende Trend des Ölverbrauchs der Länder außerhalb der OECD an.

Quellen: Bloomberg Finance LP; Deutsche Bank, Global Investment Solutions. Stand: 30.04.2010

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

Ölpreis gut nach unten abgesichert

Wachstumsdämpfende Maßnahmen der chinesischen Administration, wie Einschränkungen für die Kreditvergabe, und die Zuspitzung der Schuldenkrise in Europa haben die Unsicherheiten für den globalen Konjunkturausblick erhöht. Auch aufgrund vergleichsweise hoher Lagerbestände hat der Ölpreis deutlich nach unten korrigiert. Wir gehen davon aus, dass der Ölpreis bei den derzeitigen Niveaus von etwa 70 USD/ Fass gut nach unten abgesichert ist. Obwohl die OPEC keine offiziellen Preisziele veröffentlicht, deuten eine Reihe von Interviews von Ölministern an, dass sie mit den derzeitigen Preisniveaus zufrieden sind. Saisonal tendiert der Ölmarkt in den Sommermonaten eher zu Preissteigerungen, da die Nachfrage in der Reisesaison ansteigt und aufgrund der Hurrikansaison (etwa Juni bis November) das Risiko für Angebotsstörungen zunimmt. Darüber hinaus dürfte die Ölkatastrophe im Golf von Mexiko über restriktivere Genehmigungsverfahren für neue Ölförderprojekte und höhere Sicherheitsanforderungen längerfristig zu deutlich höheren Ölproduktionskosten führen.

Von Dr. Eric Jahn

Attraktives Umfeld für Private Equity

Aufgrund hoher Mittelzuflüsse im Vorfeld der Wirtschafts- und Finanzkrise und eines relativ geringen Investitionsvolumens in den letzten beiden Jahren verfügen Private-Equity-Firmen weiterhin über einen hohen Betrag an investierbarem Eigenkapital. Allerdings bleibt die Verfügbarkeit von Übernahmekrediten trotz jüngster Fortschritte insgesamt relativ gering, was die Private-Equity-Aktivität weiterhin einschränkt.

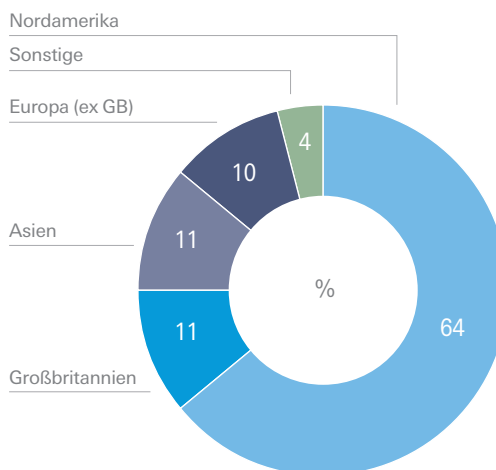
Günstige Bewertungen, niedriges Zinsniveau

Die Profitabilität des traditionellen Private-Equity-Geschäfts („Buyouts“) wird in der Regel begünstigt durch attraktive Kaufpreise, geringe Kosten für Fremdkapital und ein sich positiv entwickelndes wirtschaftliches Umfeld. Diese Voraussetzungen sind derzeit gegeben, weshalb Private-Equity-Investments gegenwärtig attraktiv erscheinen.

Private-Equity-Industrie dominiert durch Amerika

Trotz der rapiden Entwicklung der asiatischen Ökonomien und ihrer Finanzmärkte befindet sich der Hauptsitz von knapp zwei Dritteln der 300 größten Private-Equity-Firmen in Nordamerika.

Zwei von drei PE-Firmen mit Hauptsitz in Nordamerika



Geografische Verteilung der Hauptsitze der 300 größten Private-Equity-Firmen.

Quellen: Deutsche Bank, Global Investment Solutions; Private Equity International. Stand: Mai 2010

Von Dr. Dirk Steffen

Hedgefonds

Dynamische Portfoliosteuerung im Hedgefondskontext

Wir reduzieren die Allokation zu Relative-Value-Strategien aufgrund erhöhter regulatorischer Risiken und Ereignisrisiken. Im Gegenzug bewegen wir uns weiter in Richtung diskretionärer Makrostrategien aufgrund eines fruchtbaren Umfelds für volkswirtschaftlich getriebene Handelsansätze. Wir behalten unsere starke Untergewichtung von CTAs bei, da die Kategorie derzeit unter erhöhter Volatilität und aktuell nur sehr begrenzten Absicherungseigenschaften leidet. Wir heben unsere temporär etablierte etwas vorsichtigere Einschätzung der Emerging Markets auf. Die Long /Short-Equity-Stilempfehlung erhöht sich damit wieder auf Übergewichten. Im aktuellen von erneuten Verwerfungen geprägten Marktumfeld hat der Long /Short-Equity-Stil den Reiz einer wenig komplizierten und relativ einfach umsetzbaren Handelsstrategie. Außerdem zeigen Spezialisten für die Industrieländer derzeit ein sehr dynamisches Marktexposurmanagement. Spezialisten für die Emerging Markets profitieren zusätzlich von unserer mittel- bis langfristig bevorzugten Aktienmarktregion. Wir erwarten weiterhin ein bipolares Marktumfeld, das heißt mit starker wirtschaftlicher Entwicklung der Emerging Markets und nur unterdurchschnittlicher Entwicklung der Industrieländer.

Empfohlene Hedgefonds-Stilallokation

HF-Strategien	HF-Stile	Marktanteil*	Empfohlene Allokation	Positionierung
Long /Short-Equity (LSE) Emerging Markets	Long/Short-Equity	28,0%	33,0%	Übergewichten (+5%)
Discretionary Macro CTAs	Macro/CTAs	22,5%	22,5%	Neutral
Convertible Arbitrage Fixed Income Arbitrage Equity Market Neutral Relative Value Multi-Strategy	Relative Value	24,7%	17,2%	Stark Untergewichten (-7,5%)
Distressed Debt Merger Arbitrage Event Driven Multi-Strategy	Event Driven	24,8%	27,3%	Leicht Übergewichten (+2,5%)

Quellen: * Deutsche Bank Schätzung basierend auf Daten von HFR und Barclay. Stand: Q1 2010

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. Damit ist sie insbesondere nicht als Grundlage für eine mittel- oder langfristige Handlungsentscheidung geeignet.

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: Barclay; Bloomberg Finance LP; Deutsche Bank, Global Investment Solutions; Deutsche Bank, Global Markets Research; HFR; I/B/E/S; Private Equity International; RREEF; 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

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

Dieses Papier ist umweltverträglich.

Schutzgebühr: 3,50 EUR