



# Ausblick 2010

## Chancen und Risiken



## Plädoyer für eine dynamische Asset Allocation

Dr. Helmut Kaiser,  
Global Chief  
Investment Strategist



Liebe Anlegerin, lieber Anleger,

ein Rückblick auf das Jahr 2009 ist auf viele Arten lehrreich. Am eindrucksvollsten ist der extrem schnelle Umschwung der Stimmung an den Finanzmärkten und bei den Wirtschaftsprognostikern. Bis weit ins Frühjahr 2009 gab es noch kaum Anzeichen, dass die im Umfang und regionalen Ausmaß bisher einmalige wirtschaftspolitische Krisenreaktion auch wirklich eine Stabilisierung mit sich bringen würde. Die konjunkturelle Erholung setzte dann aber in vielen Ländern bereits im 2. Quartal ein und beschleunigte sich im 2. Halbjahr.

An den Finanzmärkten zeigte sich eine ähnliche Entwicklung. Die Aktienmärkte und andere mit Risiko behaftete Anlageklassen erholten sich, noch bevor die Wirtschaftsindikatoren konkrete Besserung zeigten. Insgesamt zeigte die Jahresperformance an einigen Märkten hohe Renditezuwächse. Dennoch sind an den meisten Aktienmärkten immer noch nicht die Verluste aus dem Jahr 2008 aufgeholt worden. Das heißt, die ernüchternde langfristige Performance zum Beispiel deutscher Standardaktien sieht zwar inzwischen wieder etwas besser aus, bewegt sich jedoch noch immer auf niedrigem Niveau. Auch die Tatsache, dass in Zeiten schwerer Krisen die breite Streuung des Portfolios temporär nur begrenzten Mehrwert für den Investor brachte, weil – bis auf Staatsanleihen – alle Assetklassen starke Rückschläge hinnehmen mussten, bleibt im Gedächtnis vieler Anleger.

Daraus sollte unseres Erachtens aber nicht der Schluss gezogen werden, dass Asset Allocation keine großen Vorteile bringt. Nicht nur der Konjunkturzyklus, auch zahlreiche Strukturbrüche auf den internationalen Kapitalmärkten und damit einhergehende Blasenbildungen und deren Platzen haben die relative Attraktivität der Anlageklassen mit der Zeit immer wieder verändert. Die zunehmende Integration der Schwellenländer in die Weltwirtschaft hat die Konjunkturzyklen kürzer werden lassen. Die in der jüngsten Krise gesehene extreme Expansion der Geld-

und der Fiskalpolitik dürfte auch dazu führen, dass frühere Konjunktur- und Finanzmarktmuster nur noch eingeschränkt für die Vorhersage künftiger Trends helfen.

Der Wirtschaftsausblick für das Jahr 2010 sieht zwar mittlerweile recht freundlich aus, die möglichen Szenarien, die sich vor allem im Hinblick auf die künftige Inflation und Zinsentwicklung ergeben, zeigen aber in sehr unterschiedliche Richtungen. Die wichtigste Lehre aus der Krise ist daher das Plädoyer für eine flexible Asset Allocation. Für die Anlagestrategie bedeutet das vor allem, dass ein dynamischer Ansatz der Asset Allocation unter Einbeziehung möglichst vieler Assetklassen immer wichtiger wird. Ändern sich die Rahmenbedingungen, muss entsprechend die Asset Allocation geändert werden bei gleichzeitig stringentem Risikomanagement.

Insgesamt ist gerade in den letzten Jahren der Mehrwert einer dynamischen Asset Allocation gestiegen. Gefragt ist für 2010 eine Vermögensverwaltung mit alternativen Anlagen als elementaren Bausteinen, die flexibel auf Marktzyklen und strukturelle Veränderungen reagiert. Die Vermögensverwaltung der Deutschen Bank bietet unseren Kunden durch einen klar strukturierten Investmentprozess mit entsprechender Risikosteuerung eine interessante Alternative in volatilen Märkten.

Ich wünsche Ihnen eine anregende Lektüre und ein erfolgreiches Anlagejahr 2010.

Ihr

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Helmut Kaiser'. The signature is fluid and cursive, written over a white background.

## Assetklassenübersicht

**Aktien Industrieländer:** Nach gutem Jahresbeginn temporäre Belastungen durch Zurückführung der beispiellosen Konjunkturerholung. Ein starkes Wirtschaftswachstum sowie vorgenommene Restrukturierungen führen jedoch zu einem deutlichen Anstieg der Unternehmenserträge in 2010. Hohe Attraktivität gegenüber Anleihen.

**Aktien Emerging Markets:** Starke inländische Nachfrage und wieder anziehende Exporte lassen hohe Gewinnsteigerungen in vielen Emerging Markets erwarten. Darüber hinaus sprechen einige strukturelle Gründe für eine anhaltende Outperformance gegenüber den entwickelten Märkten: moderate Lohnkostenentwicklung, hohe Produktivitätssteigerungen, langfristige Infrastrukturinvestitionen und weitere Liberalisierungen.

**Staatsanleihen:** Das Risiko-Ertrags-Verhältnis von Staatsanleihen verliert zunehmend an Attraktivität. Die Risiken für einen Anstieg der aktuell niedrigen Renditen nehmen durch die an Kraft gewinnende Konjunkturerholung, steigenden Angebotsdruck und zunehmendes Kreditrisiko von Staatsanleihen deutlich zu. Gleichwohl Exposure aus Diversifikationsgründen.

**Unternehmensanleihen & Emerging-Markets-Anleihen:** Die außergewöhnlich gute Performance des Jahres 2009 dürfte sich bei Unternehmensanleihen 2010 nicht wiederholen. Weitere deutliche Preisgewinne sind angesichts stark zusammengelaufener Spreads unwahrscheinlicher geworden. Belastend dürfte außerdem ein Umfeld global wieder steigender Zinsen wirken. Gleichwohl positive Ertragserwartungen aufgrund anhaltender niedriger Geldmarktzinsen. Einige Emerging-Markets-Rentemärkte bieten auch in 2010 attraktives Renditepotenzial.

**Liquidität & Währungen:** Die Geldpolitik bleibt prägend vor allem für den Wert des US-Dollars: Solange das globale Niedrigzinsumfeld weiter anhält, dürfte der US-Dollar unter Druck bleiben. Für eine Erholung ist eine Wende in der Wirtschaftspolitik nötig, die wir ab dem 2. Halbjahr in Form steigender Zinsen erwarten.

**Immobilien & Infrastruktur:** Wir gehen von einer weiteren Stabilisierung der globalen Immobilienmärkte im Jahr 2010 aus. Aufgrund verbleibender Risiken wie zum Beispiel der Refinanzierung von Immobilienkrediten empfehlen wir jedoch, auf Qualitätsimmobilien in Spitzenlagen mit langfristigen Mietverträgen zu setzen.

**Rohstoffe:** Im Einklang mit der Erholung der Weltkonjunktur und zunehmenden Wachstumsbeiträgen durch die Emerging Markets gehen wir von einer Zunahme der Rohstoffnachfrage und insgesamt steigenden Rohstoffpreisen aus – positive Einschätzung für Gold und Agrarrohstoffe.

**Private Equity:** Für 2010 erwarten wir eine weitere Zunahme der Private-Equity-Aktivität. Aufgrund des erhöhten Restrukturierungs- und Finanzierungsbedarfs im Unternehmenssektor stehen entsprechende Investitionsstrategien wie „Distressed Investing“ und „Mezzanine“ weiterhin im Vordergrund.

**Hedgefonds:** Wir erwarten für 2010 erneut eine robuste Performance der Hedgefondsbranche. Der Schlüssel zum Erfolg wird in der richtigen Mischung aus kontrolliertem Marktexposure und sorgfältiger Einzeltitelselektion liegen. Eine ausgewogene Strategieausrichtung und professionelle Managerselektion sind hierfür unabdingbar.

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

## Vor einem spannenden Jahr – Chancen und Risiken 2010

Nach der Bankenkrise in 2008, die nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers zu einer Systemkrise eskalierte, erreichte im Winterhalbjahr 2008/2009 die Rezession fast überall historische Rekorde. Im 2. Halbjahr 2009 setzte in den meisten Industrieländern dann eine Erholung ein, die sich mit zunehmender Dynamik des Welthandels noch verstärkte. Diese unerwartet schnelle Erholung geht vor allem auf die massiven wirtschaftspolitischen Reaktionen zurück und auf die Tatsache, dass einige große Emerging Markets ihre Binnennachfrage stabil halten konnten. Die Zentralbanken in Europa und den USA reagierten auf die globale Bankenkrise in 2008 mit einer bisher einmalig expansiven Geldpolitik. Die Leitzinsen wurden in einigen Ländern auf real negative Werte gesenkt, Liquidität in riesigem Ausmaß in die Märkte gegeben und Not leidende Wertpapiere garantiert oder aufgekauft. Die Sanierung und die (Teil-)Verstaatlichung vieler Privatbanken führten ebenso wie Konjunkturprogramme und konjunkturbedingt niedrigere Steuereinnahmen zu einem rapiden Anstieg der staatlichen Verschuldung.

### Hohe Volatilität wahrscheinlich, Flexibilität gefragt

Unser Hauptszenario für 2010 sieht auf den ersten Blick freundlich aus: moderater bis kräftiger Wirtschaftsaufschwung je nach Region bei einer etwas höheren Inflationsrate. Es gibt aber auch Alternativszenarien mit nicht unerheblicher Eintrittswahrscheinlichkeit. Vor allem die Gratwanderung zwischen notwendiger Rückführung des geld- und fiskalpolitischen Stimulus und dem Aufrechterhalten der noch nicht robusten Nachfrage birgt Finanzmarktrisiken. Aktienmärkte leiden unter dem Risiko einer neuen Wachstumsdelle, Rentenmärkte leiden unter dem zu wenig konsequenten Restriktionsgrad der Notenbanken und der Flut von Neuemissionen von Staatsanleihen zur Finanzierung der Budgetdefizite. Flexibilität und eine dynamische Asset Allocation sind für Investoren in 2010 entscheidend, um sich gegebenenfalls auf geänderte Rahmenbedingungen und die wahrscheinlich hohe Volatilität einzustellen.

### Inflationsausblick: Aufschwung und höhere Rohstoffkosten

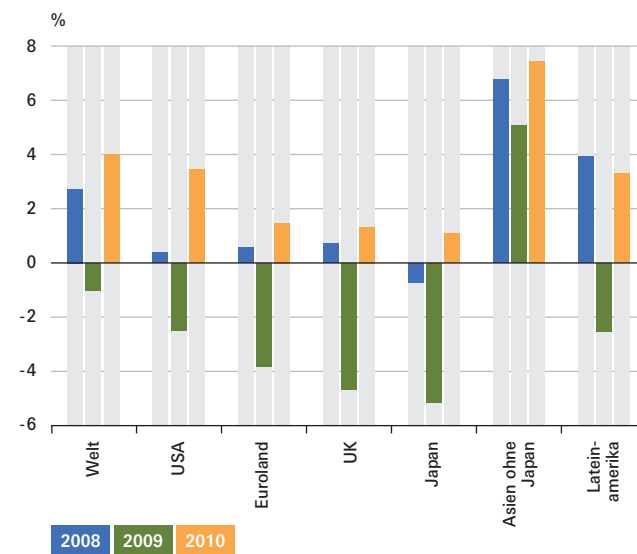
Sowohl in den USA als auch in Euroland zeichnet sich eine starke zyklische Erholung für das Winterhalbjahr 2009/2010 ab. Die Konsumnachfrage konnte gestützt werden, der Investitionszyklus kommt vor allem angesichts extrem reduzierter Lager langsam wieder in Gang. Angesichts der latenten Inflationsgefahren durch die Liquiditätsschwemme und der explodierenden Staatsdefizite in den meisten Industrieländern ist nun die wichtigste Frage, inwieweit die vielfältigen staatlichen Maßnahmen zurückgeführt werden, ohne einen erneuten Rückfall der Konjunktur zu gefährden. Die meisten Volkswirtschaften sind mittlerweile auf dem Erholungspfad, das Wirtschaftswachstum dürfte aber hinter dem Potenzialwachstum zurückbleiben. Dafür spricht die auf Dauer wohl reduzierte Rolle des Fremdkapitals an den Finanzmärkten und in der Wirtschaft, das Deleveraging – eine Folge neuer Regulierungsvorschriften zur Vermeidung künftiger Krisen. Auch dürfte die Konsumnachfrage in den USA und in Großbritannien aufgrund der immer noch hohen Verschuldung der Haushalte und anhaltend hoher Arbeitslosigkeit gedämpft bleiben. Auch wenn das Wachstum vielerorts unter dem lang-

fristigen Potenzial bleibt, ist zumindest mit einer Trendwende in der Geldpolitik im nächsten Jahr zu rechnen. Viele der außergewöhnlichen Maßnahmen zur Liquiditätsschaffung und zur Begrenzung des Zinsanstiegs laufen in den USA und in Euroland in den nächsten Monaten aus. Mit Leitzinserhöhungen ist aber erst dann zu rechnen, wenn die private Nachfrage nachhaltig kräftig bleibt und in den USA der Arbeitsmarkt eindeutig auf dem Wege der Besserung ist. Unsere Inflationsprognose ist für 2010 moderat: Raten zwischen 1 und 2 Prozent in Euroland, ein temporärer Anstieg auf bis zu 3 Prozent in den USA. Die niedrige Kapazitätsauslastung reduziert den Preisdruck. Lohndruck wird in Europa durch weiter steigende Arbeitslosigkeit begrenzt. In den USA dämpfen die sinkenden Lohnstückkosten den Inflationsdruck. Das größte Risiko für ein stärkeres Anziehen der Inflationsraten in 2010 sind steigende Agrarrohstoff- oder Energiepreise. Die immer wieder aufkeimende Diskussion über zweistellige Inflationsraten halten wir für völlig überzogen.

### Größte Herausforderung: Rückführung der Staatsschulden

Die Budgetdefizite erreichen in den Industrieländern extrem hohe Werte: nach IWF-Schätzung 10 Prozent in 2009 und 9 Prozent in 2010. Die Staatsverschuldung der Industrieländer dürfte in den nächsten Jahren in einem einmaligen Ausmaß laut IWF von rund 80 Prozent auf 115 Prozent bis 2014 und in einmaliger Synchronität steigen. Angesichts der strukturellen Gründe für niedrigeres Wirtschaftswachstum ist der Ausweg über schnelles Wachstum unwahrscheinlich. Auch der begrenzte Finanzierungsspielraum reduziert das Wachstumspotenzial. Umso wichtiger sind in Zukunft die Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit der Geldpolitik, um die Zinsrisiken nach oben zu begrenzen und einer unkontrollierten Reflationierung der Staatsschuld vorzubeugen.

### Weltwirtschaftswachstum in 2010 wieder nahe 4%



Quelle: Deutsche Bank, Global Markets Research

Stand: Dezember 2009

Von Matthias Pannhorst

## Geldpolitik bleibt bestimmend für Wechselkurse

Die vielfach geäußerte Hoffnung, dass mit den strukturellen Anpassungen im Zuge der Finanzkrise auch die globalen Ungleichgewichte, vor allem die starke Asymmetrie der globalen Kapitalflüsse, zurückgehen werden, hat sich nur teilweise erfüllt. Mit der vorsichtig einsetzenden Erholung hat sich die US-Handelsbilanz bereits wieder stärker defizitär entwickelt – eine deutliche Änderung der hergebrachten Welthandelsstrukturen ist vorerst nicht in Sicht. Ähnliches gilt für die Fragen der künftigen globalen Leit- und Reservewährung(en). Die globale Koordination in entscheidenden Politikfragen, die nötig wäre, um eine Abkehr vom derzeit USD-dominierten Weltwährungssystem voranzubringen, ist momentan schlicht nicht vorhanden. Unter diesem Gesichtspunkt scheinen immer wieder diskutierte Alternativen wie ein multipolares Währungssystem oder eine stärkere Rolle von Sonderziehungsrechten auf kurze Sicht unwahrscheinlich. Von chinesischer Seite klingt jüngst zwar hier und da die Bereitschaft an, der eigenen Währung größere Flexibilität einzuräumen, jedoch wahrscheinlich nur in einem so begrenzten Umfang, dass der eigenen nach wie vor stark exportbasierten Wirtschaft kein Schaden entsteht.

### Expansive Geldpolitik belastet US-Dollar

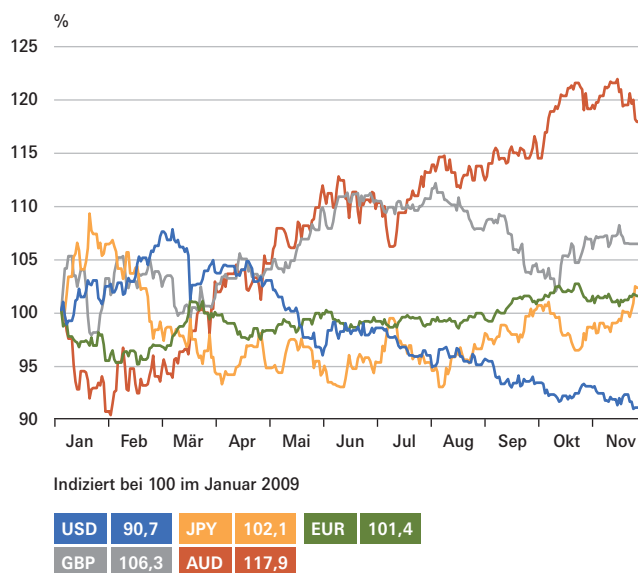
Unseren pessimistischen USD-Ausblick für einen Großteil des kommenden Jahres stützen wir vor allem auf die erwartete globale Geldpolitik, die in den Industrieländern zunächst sehr expansiv bleiben dürfte. Bereits begonnene Zinserhöhungszyklen in Ländern wie Australien, Norwegen oder Israel haben somit nur geringe Strahlkraft auf die großen Währungen. Sobald allerdings ein Geldpolitikwechsel kommt, den wir sowohl für den Euroraum als auch für die USA ab dem 2. Halbjahr erwarten, sollte der US-Dollar etwas Auftrieb bekommen, da die US-Zentralbank für gewöhnlich schneller und aggressiver die Zinsen anhebt als die EZB.

Auch Carry Trades sorgen mittlerweile dafür, dass der Druck auf den US-Dollar nicht abnimmt, denn Investoren benutzen den US-Dollar in Erwartung eines noch andauernden Niedrigzinsumfelds gerne als Finanzierungswährung für ihre Strategien. Obwohl Carry Trades weder in Bezug auf das Handelsvolumen noch auf den Fremdkapitaleinsatz auf das Vorkrisenniveau zurückgekehrt sind – wovon wir auch in naher Zukunft nicht ausgehen –, bietet das globale Umfeld im Moment gute Voraussetzungen für diese Strategien: niedrige Zinsen bis auf wenige Emerging Markets, deutlich gesunkene Volatilität und ausgeprägtes Momentum oder zumindest Stagnation in vielen wichtigen Währungspaaren. Sobald sich ein neuer globaler Zinszyklus abzeichnet, dürften sich Anleger wieder mehr in klassischen Niedrigzinswährungen wie dem Schweizer Franken oder dem Yen verschulden und weniger in USD, was der Attraktivität der Strategie insgesamt aber wenig schaden dürfte, sofern keine neuerliche Nervosität an die Märkte zurückkehrt.

### Ende des deflationären Umfelds in Japan nicht absehbar

Generell sollte ein Anziehen der geldpolitischen Zügel in den USA, UK und Euroland den Yen belasten, weil dann der Zinsnachteil Japans wieder deutlicher zutage treten würde. Angesichts

### Handelsgewichtete Währungen im Jahresvergleich



Quelle: Bloomberg

Stand: 30.11.2009

der nach wie vor deflationären Bedingungen in Japan gehen wir dort nicht von deutlichen Zinsschritten aus. Jedoch bleiben Prognosen für den Yen mit der zusätzlichen Unsicherheit verbunden, dass sich die Einflussfaktoren für diese Währung schnell ändern können. So bestimmte zu Beginn dieses Jahres die Stimmung an den internationalen Aktienmärkten wesentlich den Yen-Wechselkurs, während ab der Jahresmitte eher nationale Faktoren in den Vordergrund rückten. Trotz anderslautender offizieller Kommentare halten wir das Risiko von Interventionen seitens der Bank of Japan bei anhaltender Yen-Stärke durchaus für gegeben.

### Großbritannien: Unsicherheiten überwiegen

Die Probleme der britischen Wirtschaft sind weiterhin groß, zudem dürfte politische Unsicherheit im Vorfeld der im 1. Halbjahr anstehenden Unterhauswahlen das Pfund weiter belasten. Wirtschaftlich geht die Erholung in Großbritannien weniger dynamisch vonstatten als in anderen Industrieländern. Im Gegensatz zu vielen großen Zentralbanken hat sich die Bank of England bisher alle Optionen auch in Bezug auf eine weitere Expansion der Geldpolitik offengelassen und eine Diskussion über Exitstrategien bislang völlig vermieden. Die im Vergleich zu Euroland und den USA höheren Inflationserwartungen für 2010 könnten die Zentralbank dann in eine Zwickmühle zwischen Wahrung der Preisstabilität und zu schnellem Ausstieg aus den marktstützenden Maßnahmen bringen. Ab dem 2. Halbjahr, wenn größere Klarheit über die meisten der vorgenannten Sachverhalte bestehen dürfte, erwarten wir eine moderate Erholung von GBP, vor allem gegen den US-Dollar.

Von Wolfgang Stöhr

## Positiver Start in 2010 erwartet

2009 wird mit Ausnahme von Japan als ein Jahr der Trendwende mit beträchtlichen Kurssteigerungen in Erinnerung bleiben. Wie in anderen Perioden mit zunächst sehr schwachen Konjunktur- und Ertragsperspektiven verzeichneten die Aktien in den Industrieländern drastische Kurseinbrüche zu Jahresbeginn. Die Finanzkrise und ihre negative Auswirkungen auf die Kreditmärkte sowie die Schwäche der Realwirtschaft lasteten deutlich auf der Marktstimmung. Ab März 2009 sorgten die weltweiten außergewöhnlichen geld- und fiskalpolitischen Unterstützungsmaßnahmen für eine merkliche Erholung an den Märkten. Ab Jahresmitte gaben Verbesserungen der Vorlaufindikatoren und wieder zulegende Konjunkturdaten weiteren Auftrieb. Infolgedessen wurden immer wieder neue Jahreshöchststände markiert und die Bewertungen der Märkte legten infolge der Einpreisung positiver Gewinnperspektiven von niedrigem Niveau ausgehend deutlich zu.

### Unwägbarkeiten im Jahresverlauf

Die Entwicklung der Aktien der Industrieländer in 2009 ähnelt sehr stark der des Jahres 2003, als nach dem Irakkrieg die Weltwirtschaft sich schnell erholen konnte. 2004 setzte sich die Aufwärtsbewegung in den ersten Wochen noch fort, bevor die Aktien dann in eine sehr lange Seitwärtsbewegung einschwenkten. Erst Ende 2004 legten die Märkte erneut zu, sodass eine starke Jahresrendite für 2004 erzielt wurde.

Auch für 2010 rechnen wir mit einem guten Jahresstart. Die Prognose einer weiteren Erholung der Weltwirtschaft und das hohe Maß an liquiden Mitteln bilden ein günstiges Umfeld für Aktien. Angesichts niedriger Anleihezinsen und erwartet starker Ertragswachstumsraten von über 20 Prozent weisen die Aktienmärkte in den Industrieländern trotz des deutlichen Kursanstiegs eine hohe relative Attraktivität gegenüber Anleihen auf. Zudem übertreffen die Dividenden vieler Aktien die Rendite von Staatsanleihen. Die im historischen Vergleich sich in der Nähe des langfristigen Durchschnitts befindlichen Bewertungen zeigen zudem noch Kurspotenzial an.

Die Marktentwicklung im späteren Jahresverlauf 2010 wird dagegen sehr stark vom Weltwirtschaftswachstum und den Unternehmensgewinnen abhängen. Hier zeichnen sich jedoch Belastungen ab. Das Ende der unterstützenden Geldpolitik und das Auslaufen der Konjunkturprogramme und deren mögliche negative Wachstumseinflüsse könnten auch im Vorfeld schon zur Verunsicherung der Investoren über die weiteren Perspektiven sorgen. In dieser Phase wird es dann umso wichtiger für einen weiterhin aufsteigenden Markttrend sein, dass positive Wirtschaftsdaten einen Konjunkturoptimismus für 2010 und darüber hinaus bekräftigen. Hiervon gehen wir allerdings aus.

Was die Unternehmensebene betrifft, wird es darauf ankommen, dass die Ertragsentwicklung den hohen Erwartungen entspricht. Vor allem müssen die Umsätze im Vorjahresvergleich zulegen, nachdem bisher Kostensenkungsmaßnahmen die Gewinnsituation verbessern konnten. Hier zeichnen sich infolge der Währungsentwicklung für die stark exportabhängigen Märkte Japan, Euroland und insbesondere Deutschland durch eine stär-

### Performance und Wachstumserwartungen



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

\*Stand: 27.11.2009, Gewinn nächste 12 Monate

kere Währung mögliche Belastungen ab. Weltweit tätige US-Gesellschaften sollten jedoch von der Schwäche des US-Dollars profitieren. Eine weltweit anziehende Nachfrage durch Vorratsaufstockungen und zunehmende Anlageinvestitionen sowie Restrukturierungen dürften allerdings die potenziell negativen Währungseffekte mehr als ausgleichen.

### Insgesamt jedoch deutliches Jahresplus

Trotz der aufgeführten temporären Unsicherheitsmomente sollten die Weltwirtschaft und die Unternehmensgewinne auf Jahres-sicht jedoch deutlich zulegen können und damit zu einem guten Aktienjahr in den Industrieländern beitragen. Ein starker Zufluss aus Anleihen sowie zunehmende Fusions- und Übernahmeaktivitäten sollten dabei unterstützen.

### Nicht nur auf Zyklus setzen

Zu Jahresbeginn 2010 raten wir zu einer starken Ausrichtung des Portfolios auf die Profiteure eines fortgesetzten Weltwirtschaftswachstums. Dazu zählen wir auf regionaler Ebene Euro-land, insbesondere Deutschland, wegen der relativ zyklischen Struktur, auf Branchenebene Energie, Investitionsgüter, IT und Rohstoffe. Neben diesem gegenwärtigen Kerninvestment sollte das Portfolio als weitere Beimischung Aktien enthalten, die eine relativ hohe Dividendenrendite bei guter Bilanzstruktur aufweisen oder von der Zunahme der M & A-Tätigkeit, den zahlreichen Infrastrukturprojekten sowie der strukturellen Verschiebung des Wachstumszentrums hin zu den Emerging Markets profitieren.

Von Dr. Elke Speidel-Walz

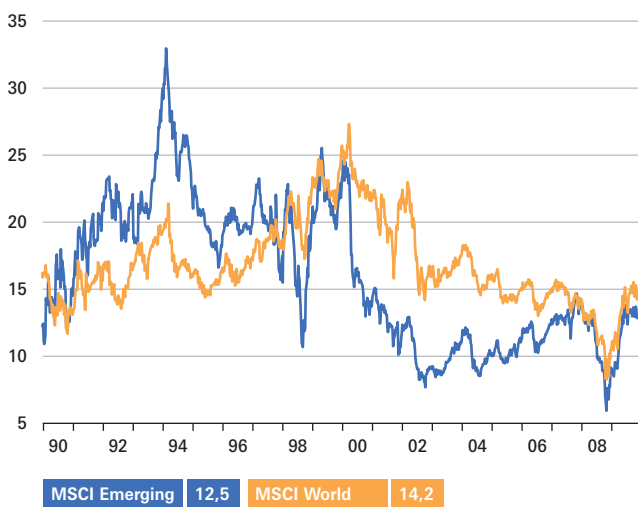
## Emerging Markets: Treibende Kraft in 2010

Eine Krise der globalen Finanzierungsmärkte hätte die Emerging Markets vor zehn Jahren dramatisch beeinträchtigt. Die globale Kreditklemme 2008/09 konnte vor allem in Asien und Lateinamerika aber relativ rasch überwunden werden. Hauptgrund dafür ist der stark gesunkene externe Finanzierungsbedarf – eine Folge deutlich reduzierter Leistungsbilanz- und Haushaltsdefizite. Dies ermöglichte Konjunkturstützungsprogramme, die die Monate des brachliegenden Welthandels überbrückten und erlaubten, langfristige wachstumssteigernde Infrastrukturmaßnahmen in Angriff zu nehmen. Nachdem in 2008 zum ersten Mal seit vielen Jahren die Emerging Markets schlechter als die entwickelten Märkte performten, war der Renditezuwachs in 2009 mit über 50 Prozent mehr als dreimal so hoch wie in den Industrieländern.

### Gewinnausblick spricht für Outperformance in 2010

Die Bewertungen sind im Vergleich zur historischen Entwicklung immer noch moderat und liegen weit unter dem Stand von vor zwei Jahren. Das erwartete kräftige Wachstum 2010 dürfte noch Aufwärtsrevisionen der Gewinnerwartungen ermöglichen. Emerging Markets sind auch günstiger bewertet als die entwickelten Märkte. Ihr Wachstumsvorsprung dürfte aber weiter zunehmen; insbesondere in China, Indien und Brasilien ist mit hohen Wachstumsraten zu rechnen. In vielen Emerging Markets hält die steigende Zahl der erwerbstätigen Bevölkerung die Lohnkosten niedrig und trägt zu einem schnell wachsenden inländischen Markt bei, was die Konsumnachfrage stärkt. Langfristig wird der Konsum auch durch die Einführung und den Ausbau von Sozialversicherungssystemen gefördert. Infrastrukturprojekte kurbeln nicht nur kurzfristig das Wachstum an, sondern erhöhen auch die Produktivität und das langfristige Potenzialwachstum.

### KGW-Bewertung spricht für Emerging Markets



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

Stand: 27.11.2009

### Osteuropa bleibt anfällig

Sehr günstige Bewertungen und ein Umschwung von der tiefen Rezession zur Erholung haben eine starke Performance der Aktienmärkte Osteuropas in 2009 ermöglicht. Allerdings könnten in 2010 die fundamentalen Probleme in Osteuropa wieder verstärkt in den Vordergrund rücken. Die Staaten, Haushalte und Unternehmen müssen die Verschuldung zurückführen. Die Kapitalzuflüsse werden aber vermutlich nicht mehr die in den letzten fünf Jahren hohen Niveaus von 8 Prozent des BIP erreichen. Die Euro-Einführung ist in weite Ferne gerückt. Hinzu kommt das latente Risiko einer Zahlungskrise in den baltischen Ländern mit Ansteckungsrisiken.

### Lateinamerika profitiert vom Konjunkturaufschwung

Nach der besten Emerging-Markets-Performance 2009 in Lateinamerika rechnen wir mit weiteren – aber niedrigeren – Zuwächsen 2010. Es fehlt der historisch einmalige Rückenwind von einer Reduzierung der Realzinsen in Brasilien um fast 10 Prozentpunkte. Dies hatte nicht nur den Konsum beflügelt, sondern auch die Kapitalkosten der Unternehmen gesenkt. 2010 sollten die Aktienmärkte in Mexiko und Brasilien vom Wirtschaftsaufschwung profitieren. Ein anstehender Regierungswechsel in Brasilien, Präsident Lula darf nicht wiedergewählt werden, könnte temporär für Volatilität sorgen.

### Asien am attraktivsten

Die erwarteten Leitzinserhöhungen in den asiatischen Ländern dürften in den nächsten Monaten weiteren Kurssteigerungen nicht im Wege stehen. Sie sind eine Folge der starken in- und ausländischen Nachfrage und stellen ein frühzeitiges Gegensteuern gegen Inflationsdruck dar. Mittelfristig profitieren die Aktienmärkte der Region von Infrastrukturprojekten, vor allem in Indien und China, dem Aufbau eines Gesundheits- und Pensionsystems in China, hohen Produktivitätsfortschritten bei niedrigen Lohnkosten in Korea, angekündigten Deregulierungen und Privatisierungen in Indien und der politischen Annäherung und ökonomischen Integration zwischen Taiwan und China.

### China: Keine akute Blasenbildung

Immer wieder aufflackernde Befürchtungen einer Aktien- oder Immobilienblase in China halten wir für nicht akut. Eine rechtzeitige und graduelle Rückführung des liquiditätsgetriebenen Kredit- und Investmentbooms wurde bereits eingeleitet. Überlegungen der chinesischen Bankenaufsicht, ob die Eigenkapitalausstattung angesichts der vermutlich steigenden Not leidenden Kredite ausreichend ist, führten zu Befürchtungen, dass im chinesischen Bankensektor eine starke Flut von Neuemissionen bevorsteht. Insgesamt sind die Bilanzdaten der chinesischen Banken solide, das frühzeitige Gegensteuern potenzieller Kreditprobleme oder liquiditätsbedingter Blasen ist positiv zu sehen. Dennoch kann die Unsicherheit über Timing und Ausmaß der Kapitalaufnahmen zu temporären Rückschlägen führen. Ebenso scheint die befürchtete Blase am Immobilienmarkt noch kein akutes Risiko darzustellen. Die Immobilienpreise sind bis auf das Topsegment bisher sehr verhalten gestiegen.

Von Dr. Konrad Aigner

## Längerfristige Krisenfolgen

Eine Reihe von Faktoren während und nach der Krise – Flucht in den sicheren Hafen Staatsanleihen, starker Konjunkturerinbruch, rückläufige Inflationsraten, die außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen und extrem niedrige Leitzinsen – haben zu dem derzeit niedrigen Renditeniveau beigetragen. Auch wenn die Renditetiefstände von Ende 2008 vermutlich nicht mehr erreicht werden, befinden sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den USA und in der Eurozone aber weiter auf niedrigem Niveau. Bei geringem Ertragspotenzial bestehen Risiken, dass bei Fortsetzung der Konjunkturerholung auch das Renditeniveau leicht ansteigt, sodass unter Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten langlaufende Staatsanleihen wenig attraktiv erscheinen.

### Höherer Finanzierungsbedarf nach der Krise

Eine langfristige Last der Krise ist der starke Anstieg der Staatsverschuldung in den meisten Industrieländern. Die umfangreichen fiskalpolitischen Programme, die aufgelegt wurden, um das Abgleiten von einer Rezession in eine Depression zu verhindern, verursachen Staatsausgaben, die durch die Ausgabe von neuen Staatsanleihen finanziert werden müssen. Das Nettoangebot von neuen Staatsanleihen hat 2009 deutlich zugenommen und dieser Trend wird sich in den USA und der Eurozone auch 2010 fortsetzen. Die Notenbanken haben im Rahmen ihrer geldpolitischen Maßnahmen auch durch umfangreiche Ankäufe von Anleihen den Rentenmarkt entlastet. Diese Nachfragestütze wird 2010 zunehmend entfallen. Das Angebot von Staatsanleihen muss daher von der Nachfrage des privaten Sektors übernommen werden. Solange eine „normale Zinsstruktur“ vorliegt, bei der die Anleiherenditen mit zunehmender Laufzeit ansteigen, bestehen Anreize vor allem auch für den Bankensektor, in Staatsanleihen zu investieren: Bei niedrigen Refinanzierungskosten am Geldmarkt können sie durch Anlagen in die höherrentierlichen Staatsanleihen eine Renditedifferenz vereinnahmen. Diese Anreize nehmen ab, wenn sich eine Änderung der geldpolitischen Haltung der Notenbanken und zunehmende Erwartungen für steigende Geldmarktsätze abzeichnen.

### Renditeabstände innerhalb der Eurozone

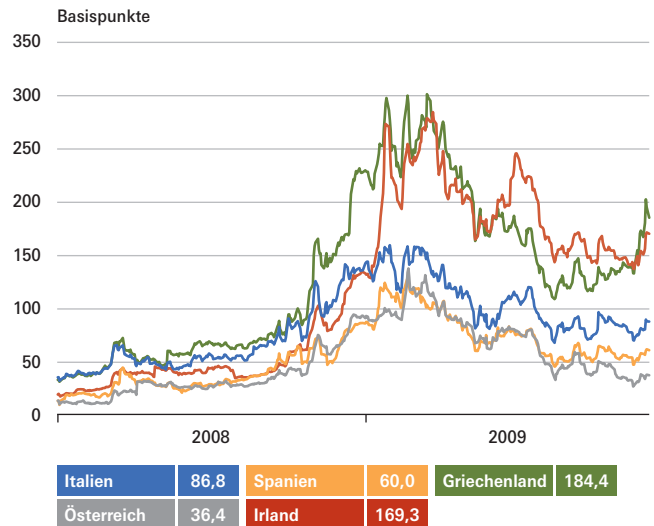
Die Länder der Eurozone haben aufgrund ungleicher Ausgangsbedingungen mit unterschiedlichen fiskalpolitischen Maßnahmen reagiert. Die Unterschiede in den Staatsfinanzen werden an den Anleihemärkten genau verfolgt und drücken sich in den Bewegungen der Renditen aus. Wie die Grafik zeigt, sind vor allem die Renditen kleinerer Länder nach der Lehman-Insolvenz gegen Ende 2008 angestiegen. Die Renditeabstände haben sich inzwischen wieder deutlich eingeengt, eine schnelle Rückkehr zu den Vorkrisenniveaus ist aber wenig wahrscheinlich.

### Basiseffekte und Normalisierung der Inflationsraten

Energiepreise stellen im Konsumentenpreisindex eine wichtige, aber auch stark schwankende Komponente dar. Der starke Ölpreisrückgang in der zweiten Jahreshälfte 2008 von 145 USD pro Fass auf 34 USD hat zu den niedrigen und teilweise sogar negativen Inflationsraten in 2009 beigetragen. Da sich der Ölpreis mittlerweile wieder stark erholt hat, werden die von den Energiepreisen ausgehenden Entlastungseffekte für die Inflationsrate

### Ausweitung der Renditeabstände

Renditeabstand 10-jähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen



Quelle: Bloomberg

Stand: 30.11.2009

abnehmen. Die Inflationsrate wird Anfang 2010 vergleichsweise rasch auf Niveaus von 2 Prozent in den USA und 1 Prozent in der Eurozone ansteigen. Auch wenn diese Größenordnungen sich in den Zielzonen der Notenbanken befinden und die Kernraten (Inflationsrate ohne die volatilen Komponenten Nahrung und Energie) niedrig bleiben, könnte die Dynamik der Entwicklung für Verunsicherung sorgen und den Rentenmarkt kurzfristig belasten. Auf Sicht von zwölf Monaten sollte das Inflationsumfeld insgesamt aber weiter günstig bleiben. Die Unterauslastung der Kapazitäten in den Industrieländern ist weiter sehr hoch und die Probleme auf dem Arbeitsmarkt werden keine stärkeren Lohnsteigerungen zulassen. Die Kerninflationsraten sollten daher auf absehbare Zeit niedrig bleiben und dem Rentenmarkt eine Stütze geben.

### Ausblick

Die Renditen befinden sich weiter auf niedrigen Niveaus und Staatsanleihen bieten unter Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten derzeit wenig Potenzial. Obwohl der Inflationsdruck zunächst weiter begrenzt ist und den Staatsanleihen eine Stütze geben sollte, bestehen längerfristig Unsicherheiten, ob der „Exit“ von den enormen geld- und fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen gelingen wird. Auf Drei- und Zwölfmonatsicht gehen wir von leicht steigenden Renditen aus.

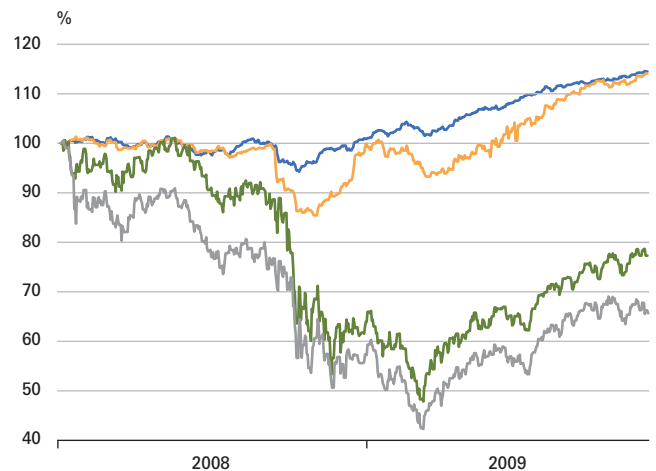
Von Matthias Pannhorst

## Renditepotenzial 2010 sollte deutlich unter Vorjahr liegen

Mit zum Teil aktienähnlichen Renditen war 2009 ein außergewöhnlich gutes Jahr für Unternehmensanleihen, und zwar in fast allen Segmenten: Investment-Grade-Anleihen zeigten bereits seit dem Jahresanfang 2009 eine positive Entwicklung und profitierten dabei vor allem von staatlichen Stützungsmaßnahmen und Garantien. Mit anziehenden Aktienmärkten ab dem 2. Quartal 2009 konnten dann auch High-Yield- und Nachranganleihen profitieren.

2010 dürfte es deutlich schwieriger werden, allein durch das Momentum des Gesamtmarkts hohe Renditen zu erzielen. Spreads von Unternehmensanleihen notieren mittlerweile in fast allen Sektoren nahe ihrem fairen Wert, was weitere deutliche Preisgewinne unwahrscheinlich werden lässt. Vielmehr dürfte 2010 die Selektion von Einzeltiteln und Sektoren wichtiger werden. Hier bevorzugen wir zunächst weiter zyklische Branchen und Finanztitel, würden uns dann im Laufe des Jahres aber defensiver positionieren. Wir erwarten, dass ab dem 2. Halbjahr 2010 die meisten großen Zentralbanken einen Zins-erhöhungszyklus begonnen haben werden, was insbesondere auf Anleiherenditen lasten dürfte. Das Angebot an Neuemissionen dürfte sich hingegen 2010 eher noch ausweiten, was bei Qualitätstiteln weiterhin Gelegenheit zu Zeichnungsgewinnen bieten sollte.

### Zweijahresperformance: Anleihen vor Aktien



Indiziert bei 100 im Januar 2008

EUR Investment Grade	114,4	US Investment Grade	114,1
S & P 500	77,3	Euro STOXX 50	65,7

Quelle: Bloomberg

Stand: 30.11.2009

Von Dr. Eric Jahn

## Immobilien & Infrastruktur

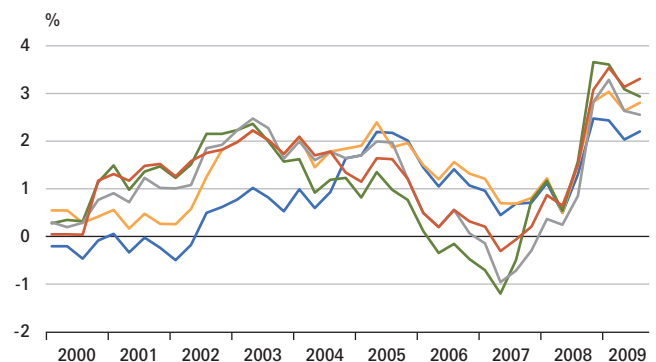
### Qualitätsimmobilien mit attraktivem Renditeaufschlag

Nach einem turbulenten Jahr 2009 erwarten wir für 2010 vor dem Hintergrund der weiteren Erholung der Weltwirtschaft eine schrittweise Fortsetzung der Stabilisierung des fundamentalen Umfelds auf den globalen Immobilienmärkten. So dürfte sich im nächsten Jahr die bislang insgesamt negative Entwicklung bei den Mieten und Leerstandsraten in vielen Regionen stabilisieren, während sich auf vereinzelt Märkten bereits Mietwachstum einstellen könnte.

#### Attraktives Renditepotenzial bei Core Investments

Trotz der Verbesserung der Lage an den Kreditmärkten und der Erholung der Weltwirtschaft wird auch im kommenden Jahr die Refinanzierung von Immobilienkrediten ein wesentliches Risiko darstellen, zumal der – vor allem europäische und US-amerikanische – Immobilienmarkt von der Entwicklung der Geldpolitik (steigende Zinsen) und der Kreditvergabestrategie der Banken (schrumpfende Immobilienkreditbücher) abhängt. Eventuell aufkeimende Inflations Sorgen sollten indes Immobilien aufgrund ihrer Eigenschaft als Sachwerte stützen. Insgesamt erachten wir Immobilienanlagen angesichts der relativ zu Staatsanleihen erzielbaren Gesamrenditen als attraktiv. Aufgrund der verbleibenden Risiken empfehlen wir jedoch, auf Core Investments, das heißt Qualitätsimmobilien in Spitzenlagen mit langfristigen Mietverträgen, zu setzen.

### Attraktiver Renditeaufschlag



Frankfurt am Main	Mailand	London-City
Paris	Madrid	

Hinweis: Bildet Unterschied zwischen jeweiliger Anfangsrendite von Büroimmobilieninvestments in Spitzenlagen und 10-jähriger Bundesanleihe (für London 10-jährige britische Staatsanleihe) ab.

Quellen: Bloomberg; CBRE;

Deutsche Bank, Global Investment Solutions; RREEF

Stand: 30.09.2009

Von Dr. Konrad Aigner

## Gold als Sicherungsinstrument

Im August 2009 lag der Goldpreis bei etwa 950 USD pro Feinunze. Rückenwind für den starken Anstieg auf 1.174 USD Ende November gab die Schwäche des USD. Historisch gesehen neigt der USD im Januar in der Regel zur Stärke, sodass nach dem Jahreswechsel der Goldpreis anfällig für Gewinnmitnahmen und Preisrückgänge ist. Wir gehen aber davon aus, dass die Rückgänge nicht sehr stark ausfallen sollten und als Konsolidierung anzusehen sind. Untersuchungen der historischen Goldpreisentwicklung zeigen, dass Preissteigerungen vor allem bei niedrigen realen US-Geldmarktsätzen auftreten, eine Bedingung, die bis weit in das Jahr 2010 erfüllt bleiben sollte, da aufgrund des schwierigen ökonomischen Umfelds zunächst nicht mit einer Änderung der Geldpolitik zu rechnen ist.

### Gold: Starke Nachfrage von Finanzinvestoren

Seit dem Höhepunkt der Finanzmarktkrise, der Insolvenz der Investment Bank Lehman Brothers im September 2008, nahmen die Unsicherheit und Risikoaversion der Investoren zu. Die Krise hat geld- und fiskalpolitische Maßnahmen in einem bislang nicht bekannten Umfang erfordert. Diese Ausgaben werden die öffentlichen Haushalte in den kommenden Jahren belasten. Die Risikoeinschätzungen für eine Reihe von öffentlichen Haushalten haben sich verschlechtert, wie die Entwicklung der Rendite und der Renditeaufschläge der Staatsanleihen einzelner Staaten zeigt. Noch ist nicht klar, ob die politischen Akteure bei einem Wiedererstarken der Konjunktur die Entschlossenheit aufbringen werden, die erforderlichen schmerzhaften Einschnitte zur Konsolidierung der öffentlichen Finanzen vorzunehmen. Diese Unsicherheiten tragen dazu bei, dass Investoren ihre Wertpapierportfolios durch eine Beimischung von Gold absichern. Die Zuflüsse in börsengehandelte Goldfonds, in Exchange Traded Funds (ETFs), haben in 2009 kräftig zugenommen. Das Goldvolumen, das von ETFs gehalten wird, wird mittlerweile auf 1.660 Tonnen geschätzt (vergleiche Grafik). Da eine Beseitigung der beschriebenen Unsicherheiten 2010 wenig wahrscheinlich erscheint, sollte die Nachfrage von Finanzinvestoren nach Gold anhalten.

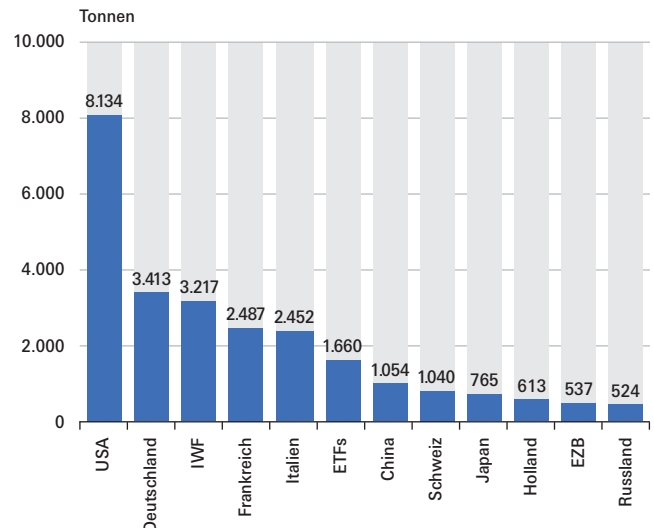
### Kräftiger Preisanstieg bei Edelmetallen

Im Vergleich zu Gold spielen bei den anderen Edelmetallen industrielle Verwendungen eine stärkere Rolle. Aufgrund des Nachfrageausfalls in der Krise haben die Minenunternehmen Abbau und Produktion von Industriemetallen deutlich zurückgefahren. Dadurch ging auch die Produktion von Edelmetallen zurück, (beispielsweise Silber zu 60 Prozent) die als Nebenprodukt bei der Förderung anderer Industriemetalle entstehen. Mit der weiteren Konjunkturerholung in 2010 sollte auch die industrielle Nachfrage nach Edelmetallen zunehmen. Platin dürfte dabei weiter von der Erholung der Autoindustrie profitieren.

### Erholung der Industriemetallpreise trotz hoher Lagerbestände

Dank besserer Konjunkturperspektiven konnten sich die Industriemetallpreise 2009 deutlich erholen. Eine „innere“ fundamentale Stärke der Preisentwicklung ist aber noch nicht erkennbar. Die Lagerbestände an der London Metal Exchange sind nach wie vor vergleichsweise hoch, eine Trendwende ist erst in Ansätzen und bei einzelnen Metallen erkennbar. Die Preise von Industrie-

### Goldreserven



Quellen: Deutsche Bank, Global Investment Solutions; WGC Stand: Juni 2009

metallen steigen in der Regel in der späteren Phase des Konjunkturzyklus, wenn die Zentralbanken ihren geldpolitischen Kurs ändern und Leitzinserhöhungen vornehmen. Daher ist zunächst von einer verhaltenen Preisentwicklung, die im Verlauf von 2010 an Fahrt gewinnen sollte, auszugehen.

### Öl zwischen Dollarschwäche und hohen Lagerbeständen

Der Ölpreis erhält zwar von der Schwäche des USD Rückenwind, aber hohe Lagerbestände und freie Kapazitäten der OPEC halten das Potenzial für Preissteigerungen begrenzt. Eine Verschiebung dieser Balance ist kurzfristig nicht erkennbar, sodass wir zunächst von einer Fortsetzung der Seitwärtsbewegung des Ölpreises ausgehen. Längerfristig sollten sich die strukturell stützenden Faktoren aus den aufstrebenden Volkswirtschaften durchsetzen. Aufgrund der Energienachfrage dieser Länder halten wir an unserer Erwartung für längerfristig steigende Energiepreise fest.

### Agrarrohstoffe: Produktion von Bioethanol unterschätzt

Aufgrund der Witterungsabhängigkeit ist die Produktion von Agrargütern weniger planbar als die Produktion von Industriemetallen und es treten häufiger Angebotsstörungen auf. Nachrichten zum Erntefortschritt werden genau verfolgt und lösen unmittelbar Preisschwankungen aus. Nachdem die Ernte auf der Nordhalbkugel weitgehend abgeschlossen ist, wird sich der Fokus auf die Entwicklung der Nachfrage verschieben. Wir gehen davon aus, dass die Bedeutung von strukturellen Nachfragefaktoren wie die Produktion von Bioethanol unterschätzt wird und derzeit nicht in den Preisen reflektiert ist.

Von Dr. Eric Jahn

## Fortschreitende Normalisierung

Für das Jahr 2010 erwarten wir die Fortsetzung des Normalisierungsprozesses innerhalb der Private-Equity-Industrie. Die Erholung der Weltwirtschaft und der Kreditmärkte dürfte zu einem weiteren Anstieg der Private-Equity-Aktivität im Jahr 2010 führen. So erwarten wir ein steigendes Transaktionsvolumen in Bezug auf Unternehmensübernahmen, aber auch Verkäufe von Unternehmen aus Private-Equity-Portfolios. Die zunehmende Verfügbarkeit von Übernahmekrediten sollte dazu führen, dass Private-Equity-Firmen den hohen Betrag an verfügbarem Eigenkapital schrittweise investieren. Laut Preqin verfügten sie im Oktober 2009 über circa 1.000 Mrd USD an investierbarem Kapital, wovon etwa die Hälfte auf das traditionelle Übernahmegeschäft („Buyouts“) entfällt. Zudem dürfte eine Zunahme bei den Verkäufen aus den Portfolios wieder zu steigenden Ausschüttungen an die Investoren führen.

### Normalisierung, kein Boom

Trotz der erwarteten graduellen Normalisierung wird sich das Private-Equity-Geschäft im Jahr 2010 stark von dem der Boomjahre 2006/07 unterscheiden. So dürften Private-Equity-Übernahmen auch im Jahr 2010 kleiner und konservativer, das heißt mit größeren Eigenkapitalanteilen, ausfallen als vor der Krise. Obwohl der Liquiditätsdruck seitens potenzieller und tatsächlicher Anleger abnimmt, sollten angesichts hoher Zuflüsse in

Private-Equity-Fonds vor der Krise auch 2010 die Mittelzuflüsse weiterhin gemäßigt ausfallen.

### Zunehmender Fokus auf Buyoutstrategien

Vor dem Hintergrund des weiterhin erhöhten Restrukturierungs- und Finanzierungsbedarfs im Unternehmenssektor stehen auch über weite Strecken des Jahres 2010 entsprechende Investitionsstrategien wie „Distressed Investing“ und „Mezzanine“ im Vordergrund. Gegen Ende 2010 sollte sich der Fokus neuer Anlagen jedoch wieder in Richtung des klassischen Übernahmegeschäfts „Buyouts“ verschieben, das sich auf die Wertschöpfung im operativen Bereich konzentriert.

### Refinanzierung wesentliches Risiko bestehender Investments

Aufgrund des teils hohen Verschuldungsgrads im Zuge von Übernahmen, die vor Ausbruch der Krise getätigt wurden, bleibt die Restrukturierung beziehungsweise Entschuldung der betroffenen Unternehmen im Jahr 2010 eine der Hauptaufgaben von Private-Equity-Firmen bezüglich bestehender Investments. Dies dient im Wesentlichen der Reduzierung des Refinanzierungsrisikos. Der Private-Equity-Branche ist es jedoch bereits 2009 gelungen, den Schuldenstand der von ihr kontrollierten Unternehmen deutlich zu senken.

Von Dr. Dirk Steffen

## Ein gutes Jahr für Hedgefonds

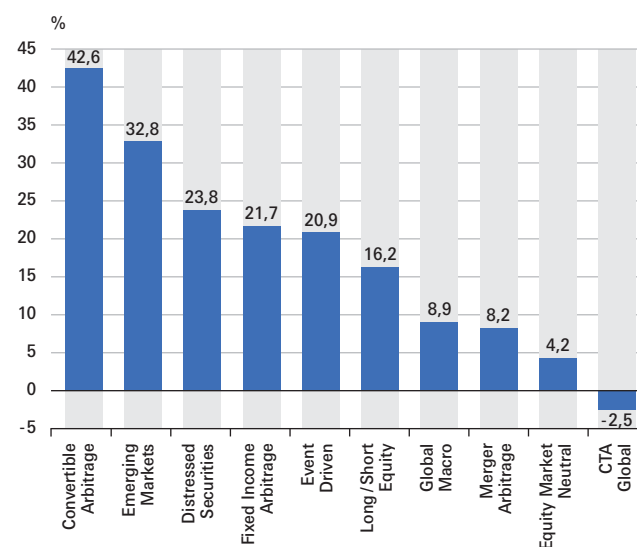
Im Jahr 2009 befindet sich die durchschnittliche Performance einzelner Hedgefonds bisher in etwa auf dem Niveau der US-Aktienmärkte (HFRI Composite USD per 31.10.2009: 16,6 Prozent versus S&P 500 inklusive Dividenden USD: 17,1 Prozent). Viele Hedgefondsstrategien weisen jedoch bereits deutlich höhere Renditen auf, während andere etwas zurückbleiben (vergleiche Grafik).

Die unterschiedlichen Phasen des Finanzmarktjahres 2009 offenbarten die stark divergierende Performance von Hedgefonds und Aktienmärkten. Im Zuge der Finanzmarktkrise hatten sich viele Manager defensiv positioniert und konnten so die hohen Aktienmarktverluste der Monate Januar und Februar weitgehend vermeiden. Dies resultierte jedoch auch in zunächst nur geringer Partizipation an der Anfang März einsetzenden Aktienmarkterholung. Im weiteren Jahresverlauf konnten Hedgefonds dann durch graduelle Erhöhung des Portfoliorisikos wieder zulegen.

Wir erwarten für 2010 erneut eine robuste Performance der Hedgefondsbranche. Der Schlüssel zum Erfolg wird im kommenden Jahr in der richtigen Mischung aus kontrolliertem Marktexposure und sorgfältiger Einzeltitelselektion liegen. Eine ausgewogene Strategieausrichtung und professionelle Managerselektion sind hierfür unabdingbar.

## Hedgefonds

### Hedgefondsstrategie-Performance 2009



Quellen: Deutsche Bank, Global Investment Solutions; Edhec  
Stand/Performance per 31.10.2009

## 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; CBRE; Deutsche Bank, Global Investment Solutions; Deutsche Bank, Global Markets Research; Edhec; I/B/E/S; RREEF; Thomson Reuters Datastream; WGC

**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

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

Schutzgebühr: 3,50 EUR

