

Konjunktur und Kapitalmärkte

– Informationsmaterial –



DONNER & REUSCHEL

PRIVATBANK SEIT 1798

Editorial

US-Ablenkungsmanöver

The Lost Decade – das könnte der Titel des aktuellen Zensusberichtes der USA sein. Globalisierung und technischer Fortschritt haben in den letzten 10 bis 15 Jahren dazu geführt, dass die amerikanische Mittelklasse, definiert als Bezieher mittlerer Einkommen aus Jobs mit durchschnittlicher Anforderung, zahlenmäßig immer kleiner wurde. Bisweilen leben 14 Prozent der Bevölkerung an der Armutsgrenze, d.h. das Haushaltseinkommen liegt per Definition der Regierung unter 22.314 USD p.a., bezogen auf eine vierköpfige Familie. Präventiv werden monatlich 42 Millionen Essensmarken ausgegeben, um die Grundversorgung der bedürftigen Haushalte zu sichern – in einem Land, das noch zu Beginn des Jahrtausends scheinbare Konsumwunder vollbrachte und die westlichen Industrienationen sicher in das Informationszeitalter führte.

Die USA stehen heute dort, wo der Technologieboom der Endneunziger startete, im Jahr 1996. Das mittlere Haushaltseinkommen ist laut aktuellem Zensusbericht um 2,3 Prozent auf rund 49.500 USD p. a. gefallen. Gleichzeitig stieg die Zahl der Amerikaner ohne Krankenversicherung auf schockierende 49,9 Mio. an. Präsident Obama ist angetreten, um soziale Schief lagen zu bekämpfen, aktuell ist die einstige Supermacht jedoch gespaltenener denn je. Steuererleichterungen gab es in den letzten Jahren vor allem im oberen Segment und für Unternehmen, hier streben auch die Einkommen stetig aufwärts. Die Normalverdiener unterlagen jedoch den negativen Effekten der Globalisierung, sinkenden Lohn einkommen oder längerer Arbeitslosigkeit. Apple, Ebay, Amazon, Google und Facebook verkörpern die New Generation. Ein ganzer Industriezweig von Technologieprovidern, Servicedienstleistern und Konsumplattformen sorgt für ein Dauerentertainment derer, die ihr Leben zum Teil oder ganz in das Internet verlagert haben. Natürlich erwachsen hier neue Absatzpotenziale und Arbeitsplätze, die vor 10 Jahren noch unvorstellbar waren. Allerdings findet auch eine Substitution von historisch etablierten Strukturen statt, die die Beschäftigungslosigkeit in den traditionellen Bereichen um ein Vielfaches verstärkt.

Trotz dieser neuen Welt haben die USA in den internationalen Statistiken ihre Spitzenposition verloren, weil sie jahrzehntelang auf Pump lebten und ausländische Geldgeber bereit waren, fällige Wertpapiere und Kredite beständig zu verlängern. Der als unumstößlich geltende Triple-A-Status hat sich seit August 2011 verflüchtigt. Manch ein Gläubiger,

der seinerseits aufsichtsrechtlichen Regularien unterliegt, fragt schon mal vorsichtig an, wie es denn mit einer avisierten Tilgung bestellt ist. Die Ausgabenseite der US-Regierung kennt den Begriff Tilgung nicht: Seit 2006 kamen 6 Billionen USD neue Schulden hinzu und vergrößerten die Last auf mittlerweile atemberaubende 14,6 Billionen USD. Nötige Zahlungen in die staatliche Pensionskasse, Beamtengehälter und Transferleistungen in das Sozialsystem lassen sich zwar temporär aussetzen, doch ein Zahlungsverzug an den Kapitalmärkten führt zum Default. Somit besteht auch weiterhin der Druck auf die Federal Reserve, jeglichen Zahlungstermin mit frischen Dollars zu begleichen, denn seit drei Jahren kauft sie eigene Staatspapiere in großem Stil. Die US-Regierung hingegen kontert geschickt, verlängert das Schuldenlimit von 14,6 Billionen USD ein weiteres Mal und beteuert, die jetzt aufgenommenen neuen Kredite seien der letzte Schluck aus der Pulle, bevor die überfällige Rückzahlung beginnt. Angesichts monatlicher Zinszahlungen von ca. 30 Milliarden USD ist es kaum zu glauben, dass diese Ein- und Ausgabenrechnung noch funktioniert. Ein privates Unternehmen müsste sich längst Insolvenzverschleppung vorwerfen lassen. Auch zwei Jahre nach dem Lehman-Schock ist das Land meilenweit entfernt von einer notwendigen Erholung der Wirtschaft, die unter Berücksichtigung der Inflation bei mehr als 5 Prozent liegen müsste. Die Arbeitslosigkeit verbleibt hartnäckig bei 9 Prozent, d.h. 14 Millionen Amerikaner haben keinen Job, und auch die Häuserpreise, einst die Quelle des privaten Konsumwunders, sind seit geraumer Zeit im Keller.

Doch die US-Regierung hat einen geeigneten Sündenbock gefunden: Europa, genauer gesagt die Euro-Zone, das Zentrum internationaler Abwärtsrisiken. Anstatt sich Sparzwänge aufzuerlegen, wären große staatliche Investitionen auf dem alten Kontinent nötig, um die Wirtschaft wieder nach vorn zu bringen. Wer also einen Schuldigen für die weltweite Wachstums misere sucht, wird schnell fündig: Die Euro-Staaten. Allerdings reagieren wir Europäer auf diesem Ohr etwas empfindlich: Wer hat denn die überbordende Verschuldung der meisten europäischen Staaten zu verantworten? Hier sind wir wieder im Jahr der geplatzten US-Immobilienblase (2007) angelangt, als alles begann. Wer ist also die Henne und wer ist das Ei? Wer mal wieder den Ratingagenturen glaubt, was auch damals kräftig daneben ging, der übersieht vielleicht diesmal sogar das Riesenhuhn. Aber äußerst geschickt – dieses Ablenkungsmanöver!



Inhaltsverzeichnis

Editorial	2
Disclaimer	3
Konjunktur	4
Aktienmärkte	7
Rentenmärkte	8
Rohstoffe	9
Anlage Spezial	11
Sachwerte	13
Fazit für Ihre Anlageentscheidung	14
Übersicht Wertentwicklung	15

Disclaimer

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation ist eine Werbung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes.

Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine (verlässliche) Prognose für die Zukunft; dies gilt insbesondere, wenn das Wertpapier/der Index erst vor kurzer Zeit – z.B. vor weniger als 12 Monaten – emittiert/gebildet wurde.

Die Wertentwicklung kann durch Währungsschwankungen beeinflusst werden, wenn die Basiswährung des Wertpapiers/Index von EURO abweicht.

Diese Information richtet sich nicht an natürliche oder juristische Personen, die aufgrund ihres Wohn- bzw. Geschäftssitzes einer ausländischen Rechtsordnung unterliegen, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Insbesondere enthält diese Information weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren z.B. an Staatsbürger der USA oder Großbritanniens, wo die Voraussetzungen für ein derartiges Angebot nicht erfüllt sind.

Diese Publikation wurde am 11. Oktober 2011 erstellt.

Allgemeine Hinweise

Alle veröffentlichten Angaben dienen ausdrücklich nur der Information und stellen keine Anlageberatung dar. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Angaben kann nicht übernommen werden. Wir empfehlen Ihnen zu allen dargestellten Themen ein eingehendes Beratungsgespräch mit Ihrem Anlageberater.

Konjunktur

Makroökonomische Lage

Nach im Großen und Ganzen weltweit erfreulichen Wachstumsimpulsen in den vergangenen zwei Jahren zeigt die Entwicklung im zweiten Quartal des laufenden Jahres ein sehr differenziertes Bild hinsichtlich der wirtschaftlichen Dynamik einzelner Wirtschaftsräume (die Entwicklung der einzelnen Länder ist in der Tabelle aufgeführt).

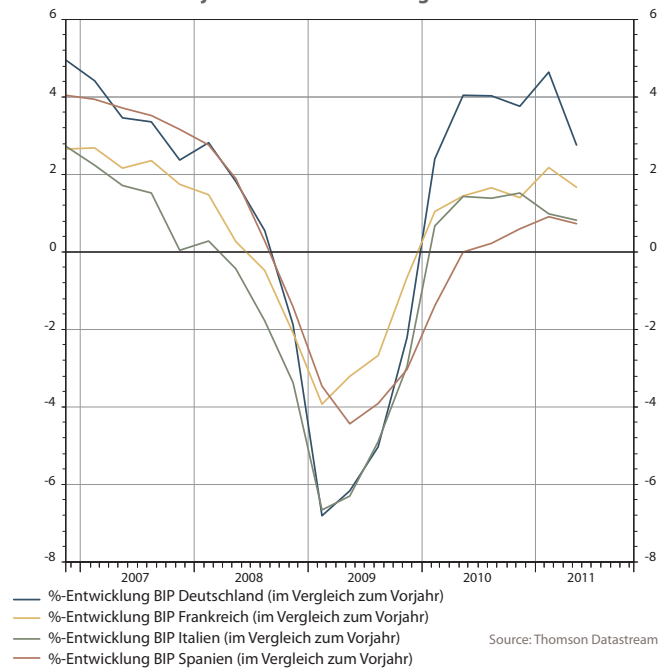
Die Wachstumshoffnungen für die USA haben sich nicht erfüllt. Denn die US-Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal lediglich um 1 Prozent annualisiert und verfehlte unsere Prognose von 1,8 Prozent damit deutlich. Vor allem die bisher robuste Binnenwirtschaft hat sich in Folge des anhaltend schwachen Arbeitsmarktes und Schuldenstreits im zweiten Quartal auf einen Zuwachs von 0,4 Prozent abgeschwächt nach noch 2,1 Prozent im Vorquartal. Zusätzlich zum schwachen zweiten Quartal belastet die deutliche Revidierung des BIP-Anstiegs in den ersten drei Monaten von 1,9 Prozent auf 0,4 Prozent (annualisiert zum Vorquartal) die Entwicklung im gesamten ersten Halbjahr.

Die ohnehin verhaltene Dynamik in der Eurozone hat sich im zweiten Quartal mit einem Quartalsplus von 0,2 Prozent (+1,6 Prozent gegenüber Vorjahr) weiter abgeschwächt. Positive Wachstumsimpulse gingen lediglich von Finnland und Österreich aus. Dagegen bremsen die verhaltenen Wachstumsraten in den Monaten April bis Juni in Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien die Gesamtentwicklung. Somit verzeichnen die Kernländer der Eurozone zum Vorquartal eine wirtschaftliche Stagnation und befinden sich an der Schwelle zu rezessiven Tendenzen.

Auch litt die wirtschaftliche Entwicklung der größten Problemländer in der Peripherie, die in Folge der eingeschlagenen Haushaltskonsolidierung durch fiskalpolitische Maßnahmen nicht bekämpft werden konnte. Die weltweite Konjunktur wurde auch im zweiten Quartal 2011 von der Wachstumskraft der etablierten Schwellenländer getragen.

Die kräftigsten Zuwächse gegenüber dem Vorjahr verzeichnen China und Indien. Eine detaillierte Beschreibung der aktuellen chinesischen Wirtschaftsentwicklung finden Sie auf Seite 11.

Die konjunkturelle Entwicklung in der Eurozone



Veränderungen des Bruttoinlandsproduktes (BIP)		
BIP 2. Quartal 2011	%-Veränderung ggü. Vorquartal (annualisiert)	%-Veränderung gegenüber Vorjahr
China	2,2	9,5
Deutschland	0,1	2,8
Eurozone	0,2	1,6
Finnland	0,6	2,7
Frankreich	0,0	1,6
Griechenland	-1,2	-6,9
Indien	nicht veröffentlicht	7,7
Italien	0,3	0,8
Österreich	1,0	4,1
Spanien	0,2	0,7
Portugal	0,0	-0,9
USA	1,3	1,6

Quelle: Eurostat Datenbank bzw. Bloomberg Datenbank, Oktober 2011



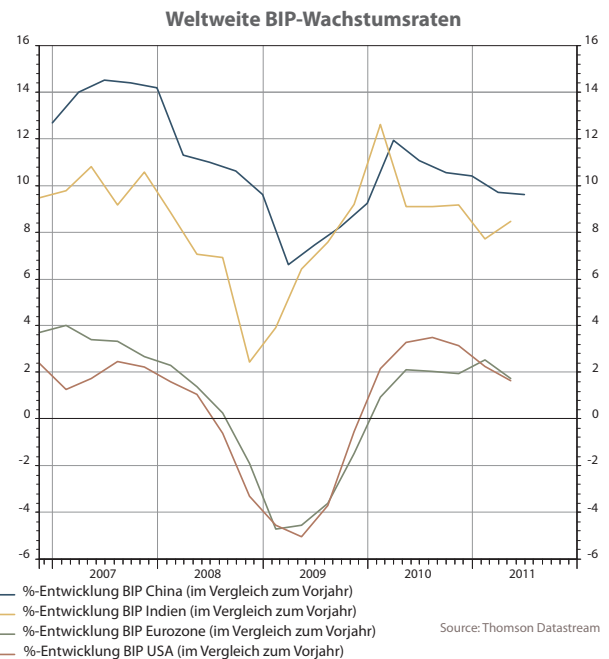
Makroökonomische Aussichten

Die Volkswirtschaften sowohl der USA (bereits 1. Quartal) als auch der Eurozone (2. Quartal) mussten früher als erwartet eine wirtschaftliche Abschwächung hinnehmen, was in erster Linie auf eine sich abkühlende Binnennachfrage zurückzuführen ist. Das nachlassende Verbrauchervertrauen und die damit gesunkene Konsumbereitschaft sind unter anderem als Folge der Schuldendiskussion – Abstufung der Bonität der USA und einzelner Länder der Peripherie durch amerikanische Ratingagenturen – zu sehen. Auch sind konjunkturelle Impulse durch staatliche Nachfrage nur noch in eingeschränktem Umfang möglich.

Insgesamt haben die Risiken für das US-Wachstum in den vergangenen Monaten deutlich zugenommen und folglich sind rezessive Quartale nicht auszuschließen. Dennoch halten wir ein moderates Wachstum der USA für das wahrscheinlichste Konjunkturszenario: +1,7 Prozent bzw. 1,9 Prozent (jeweils für 2011 und 2012). Auch die nachlassende Wirtschaftsdynamik insbesondere in den Kernländern der Eurozone wird nur eine verhaltene wirtschaftliche Entwicklung ermöglichen: 1,6 Prozent bzw. 1,2 Prozent (Deutschland 2,8 Prozent bzw. 1,4 Prozent). Die chinesische Wirtschaft, die der Weltkonjunktur in den letzten Jahren die maßgeblichen Impulse gab, zeigt in den vergangenen Monaten erste Abkühlungstendenzen. Dennoch gehen wir von anhaltend hohen einstelligen BIP-Zuwächsen aus: 8,5 Prozent bzw. 7,8 Prozent. Die Weltwirtschaft sollte trotz regional abkühlender Tendenzen Wachstumsraten von 2,7 Prozent bzw. 2,9 Prozent erreichen.

Weltweite Notenbankpolitik

Befinden sich die Finanzmärkte weiterhin im Krisenmodus, lasten hohe Verantwortungen und Handlungsdruck auf den Schultern der großen Notenbanken. Nachdem bereits zweimal die Liquiditätsbasis in großem Stil ausgeweitet wurde, die Binnenwirtschaft aber nicht darauf ansprang, beschließt die US-Notenbank, mit der quantitativen Lockerung in die dritte Runde zu gehen. Damit bleibt die Geldpolitik der Federal Reserve (Fed) erwartungsgemäß expansiv. Am 21.09.2011 hat der Offenmarktausschuss (FOMC) der Fed in seiner Sitzung beschlossen, bis Mitte nächsten Jahres Wertpapiere der US-Treasury in Höhe von bis zu 400 Mrd. US-Dollar zu kaufen („Operation Twist“), um die langfristigen Zinsen niedrig zu halten und investitionsfreundliche Finanzierungsbedingungen zu schaffen. Damit hofft sie, der immer noch stagnierenden Binnenwirtschaft nachhaltige Impulse geben zu können und die Beschäftigungssituation auf dem Arbeitsmarkt



zu forcieren. Zudem hat sich die Fed selbst verpflichtet, den Leitzins mittelfristig auf nahezu 0 Prozent zu belassen, folglich dürften die kurzfristigen Zinsen in den USA auf dem geringen Niveau bleiben (Nullzinspolitik).

In einer vergleichbaren Lage befindet sich die Europäische Zentralbank (EZB). Im Normalfall ist es die Aufgabe einer Notenbank, als „lender of last resort“ die Währungsstabilität marktkonform sicherzustellen, d.h. mittels verfügbarer Zins- und Mengeninstrumente und am Markt agierend. Jedoch funktioniert in Krisenzeiten die Zinssteuerung aufgrund des Vertrauensverlustes nicht. Der Kredittransmissionsmechanismus wird trotz einer Nullzinspolitik und andauernder Geldmengenausweitung blockiert (Liquiditätsfalle). Angesichts der Euro-Schuldenkrise muss die EZB von ihrer traditionellen Rolle als Hüterin der Euro-Stabilität abweichen und unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen ergreifen. Bis zur institutionellen Etablierung des Europäischen Stabilisierungsmechanismus (EFSF) und dessen Tätigkeitsaufnahme darf die EZB weiterhin mit Stützungsmaßnahmen am Kapitalmarkt als Stabilisator fungieren. In dieser Rolle hat sie bisher durch Rückkaufprogramme von GIIPS-Staatsanleihen nach offiziellen Angaben bereits bis zu 163 Mrd. Euro aufgewendet. Nach der Staffelübergabe an der EZB-Spitze wird Mario Draghi die Geschicke der Notenbank lenken. Der Finanzmarkt rechnet schon heute mit einem Zurückdrehen der jüngsten Zinserhöhung, um den Interbankenmarkt zu stabilisieren.

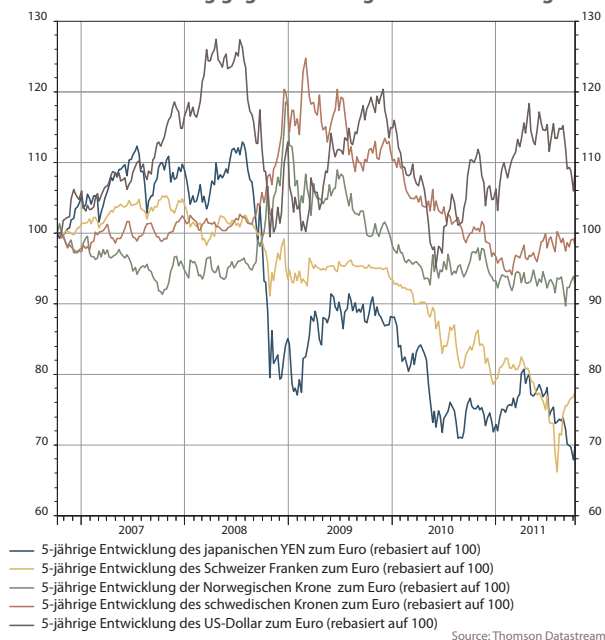
Währungsperspektiven

Im dritten Quartal ging es an den Devisenmärkten nicht weniger turbulent zu als an den Aktien- und Rentenmärkten. Der Euro geriet in dieser Zeit aufgrund der Spekulation um die Zahlungs- und Reformfähigkeit Griechenlands unter Druck. Die Abstufungen von Italien und Spanien verstärkten den negativen Trend gegenüber anderen Leitwährungen. Zudem stellten der zähe Prozess der Krisenbewältigung und die fortwährenden Diskussionen auf politischer Ebene zusätzliche Unsicherheitsfaktoren für den Euro-Wechselkurs dar. Selbst der US-Dollar erwies sich trotz der Liquiditätsschwemme durch die Fed und Herabstufung der Bonität von der Bestnote „AAA“ auf „AA+“ robuster als die Gemeinschaftswährung. Zeitweise geriet der Euro-Wechselkurs unter die Marke von 1,33 USD/EUR. Erst durch die Zusicherung Deutschlands und Frankreichs zur Stützung von Europas Banken als aktuelles Signal am Markt kam eine Kehrtwende in die Abwärtsbewegung und der Euro festigte sich auf dem Niveau 1,35 USD/EUR. Jedoch ist das Wechselkursverhältnis der zwei wichtigsten Reservewährungen noch weit von seinem Höchststand von über 1,45 USD/EUR im vergangenen August bzw. 1,48 USD/EUR im Mai dieses Jahres entfernt.

In den USA hat die Fed eine eher zurückhaltende Position eingenommen. Im Vergleich zu den beiden ersten Runden der quantitativen Lockerung ist die Laufzeitsteuerung („Operation Twist“) eine weniger aggressive Form der Liquiditätszuführung als direkte Anleihenkäufe. Die zuletzt positiven Nachrichten aus den Vereinigten Staaten wie die Beschäftigtenzahl und der US-Einkaufsmanagerindex lassen unter Umständen den lang erhofften Richtungswechsel in der Wirtschaftsentwicklung vermuten.

Die hohe Volatilität an den Finanzmärkten und die zunehmende Vorsicht erhöhte die Nachfrage nach sogenannten „stabilen“ Währungen wie dem Japanischen Yen und den Schweizer Franken massiv. Die Schweizer Währung wertete so stark auf (1,03 CHF/EUR am 10. August 2011), dass die Schweizer Nationalbank (SNB) sich dazu gezwungen sah, unkonventionelle Maßnahmen zu ergreifen. In einer Übernachtaktion koppelte sie den Franken an den Euro und definierte gleichzeitig eine Wechselkursuntergrenze von 1,20 CHF/EUR. Erst nach ihrer glaubwürdigen Ankündigung, „unbegrenzt“ Franken zu verkaufen, um die Franken-Stärke einzudämmen, gab der Schweizer Franken gegenüber allen anderen Währungen nach.

Euro-Entwicklung gegenüber ausgewählten Währungen



Source: Thomson Datastream

Ein beherzter Schritt, doch es ist zu bedenken, dass solche Devisenmarktinterventionen nicht nur unmittelbare Auswirkungen auf die Wechselkurse haben, sondern auch auf das inländische Preisniveau und das Realeinkommen. Infolge dieser Eingriffe gab es für Euro-Skeptiker kurzzeitig ausweichende Handelsaktivitäten in den Norwegischen und Schwedischen Kronen, welche aber angesichts der wesentlich geringeren Marktvolumina im internationalen Vergleich begrenzt waren.

Erläuterungen

- CHF: Schweizer Franken.
- Default: Zahlungsunfähigkeit.
- GIIPS: Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien.
- Lender of last resort: Funktion und Aufgabe einer Notenbank als „Kreditgeber der letzten Zuflucht“.
- USD: US-Dollar, amerikanische Währung.
- Zensusbericht: Der jährliche Bericht zum Stand der Einkommen, der Armut und der Krankenversicherten vom U.S. Census Bureau, dem statistischen Bundesamt der USA.



Aktienmärkte

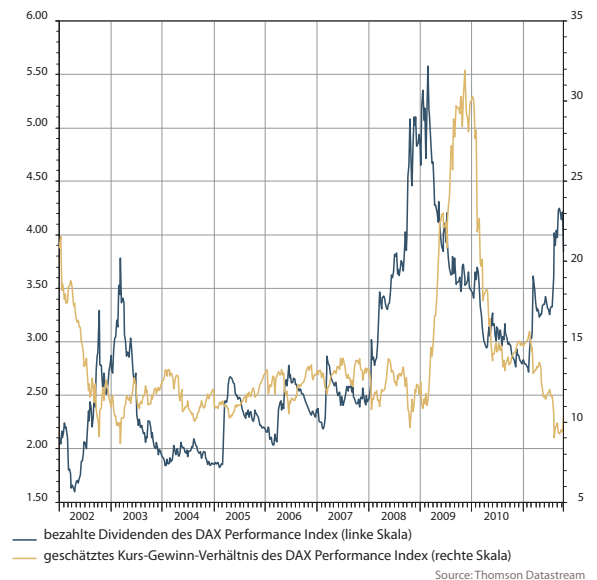
Bruchlandung im 3. Quartal

Die Aktienkurse starteten verhalten in das dritte Quartal. Die sich abzeichnende Konjunkturabschwächung wurde vorerst noch durch sprudelnde Unternehmensergebnisse kompensiert. Erst Anfang August kam es durch die zunehmende Schuldenkrise europäischer Mittelmeerländer zu herben Kursverlusten. Ausgelöst wurden diese durch aufkommende Rezessionsängste, insbesondere in Europa. Das schwindende Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit der GIIPS-Länder belastete zunehmend die europäischen Geldinstitute. Der Ausverkauf ging mit stark steigenden Umsätzen einher. Die viel beachtete 200-Tage-Linie fällt seit Anfang August wieder – zum ersten Mal seit dem Juli 2009. Somit verschlechterte sich auch das charttechnische Bild enorm. Erschwerend kam hinzu, dass durch reduzierte Risikobudgets von institutionellen Investoren und Banken ständig neuer Verkaufsdruck entstand. Institutionelle Anleger mussten Risikokapital abbauen, da Stop-loss-Limite erreicht und unterschritten wurden. Gleichzeitig reduzierten Banken ihre Risikobereitschaft. Dies führte dazu, dass der Handel in Unternehmensanleihen fast zum Erliegen kam. Und so konnten die Investoren Risikokapital nur abbauen, indem sie bei Aktien auf den Verkaufsknopf drückten.

Bewertung tief, Risiken hoch

Durch die starken Kursrückgänge haben sich die fundamentalen Kennzahlen für die meisten Aktiengesellschaften deutlich verbessert. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt für den DAX bei ca. acht, die Dividendenrendite ist auf über vier Prozent gestiegen. Historisch gesehen sind das äußerst günstige Bewertungen für die Aktienmärkte. Allerdings müssen Anleger die anstehende Berichtssaison im Auge behalten, insbesondere die Ausblicke der Konzernchefs. Wie stark werden die sich abkühlenden volkswirtschaftlichen Daten auf die Geschäftsentwicklung der Gesellschaften durchschlagen? Die Antwort auf diese Frage dürfte für die nächsten Wochen wegweisend an den Aktienmärkten sein. Allerdings sind Märkte gerade in Krisenzeiten rational kaum zu bewerten. Wenn Angst und Panik regieren, können hartgesottene Käufer wahre Schnäppchen machen. Aber dafür braucht man starke Nerven und einen langen Atem. Weitere Kursverluste müssen verkraftbar sein, denn ob die Tiefstkurse erreicht sind, steht noch lange nicht fest. In den letzten elf Jahren kippte die 200-Tage-Linie inklusive der jüngsten Entwicklung dreimal. Mitte 2000 und Anfang 2008 konnte sich der DAX dieser Linie wieder nähern. Allerdings verloren deutsche Aktien in den Folgemonaten

Entwicklung fundamentaler Kennzahlen



abermals erheblich an Wert. So vergleichbar das Chartmuster ist, so unterschiedlich sind die Auslöser der jeweiligen Baissen. 2000 platzte die Dotcom-Blase, in der Aktien fast aberwitzige Bewertungen erreicht hatten. 2008 löste die Immobilienkrise die Kursverluste aus. In beiden Fällen hatten Anleger jedoch noch Alternativen. So konnten sich Käufer von zehnjährigen deutschen Staatsanleihen damals noch über fünf Prozent bzw. fast vier Prozent Rendite sichern. Heute liegt das Niveau einer entsprechenden Anleihe bei mageren zwei Prozent. Die meisten Unternehmen sind derzeit wesentlich „krisenfester“ aufgestellt. Die Eigenkapitalbasis internationaler Standardwerte hat sich besonders in den letzten Jahren deutlich verbessert. Viele Gesellschaften sind inzwischen wesentlich schlanker organisiert. Somit besteht durchaus die Möglichkeit, dass die derzeitige Krise die Aktienkurse nicht nachhaltig belastet. Allerdings darf für dieses Szenario keine große Bank in die Insolvenz gehen. Nicht zu vergessen: Aktien haben sich als liquideste Assetklasse erwiesen. Vor allem institutionelle Anleger haben bei befürchteten Schwierigkeiten die Neigung, zuerst ihre Aktien zu verkaufen.

Ausblick

Gelingt es aber, die Schuldenkrise der GIIPS-Länder in den Griff zu bekommen, sollte sich mittelfristig auch die Lage bei den Banken entspannen. In diesem Fall dürften die schlimmsten Kursverluste hinter uns liegen. Allerdings sollte das Risiko für aktuelle Bestände mit strikten Stop-loss-Limiten begrenzt werden.

Rentenmärkte

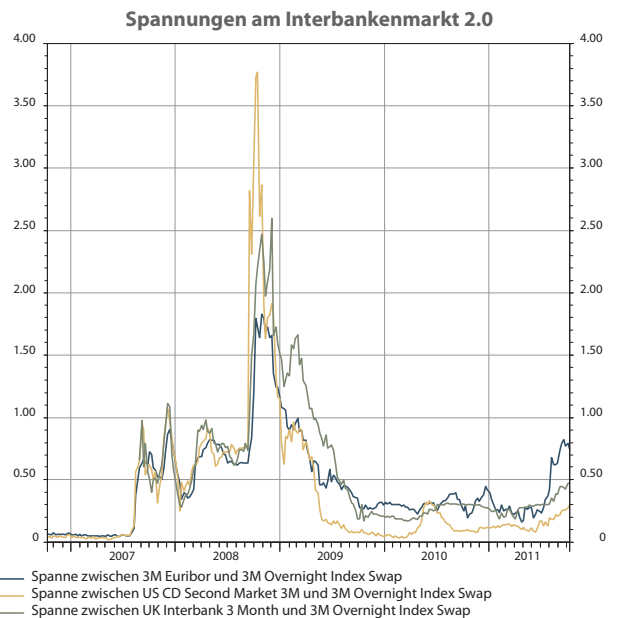
Im abgelaufenen Quartal dominierten an den internationalen Rentenmärkten weiterhin die Sorgen um eine bevorstehende Insolvenz Griechenlands und das Übergreifen auf weitere Länder der Eurozone. Neu waren allerdings die Diskussionen über die Qualität vermeintlich etablierter Länder, wie beispielsweise Frankreich. Ein Verlust der Bestnote für französische Staatspapiere scheint auch weiterhin im Bereich des Möglichen. In den USA belastete die Schuldendebatte den Staatsanleihenmarkt nur temporär. Selbst die Herabstufung der Kreditwürdigkeit von US-Staatsanleihen um eine Stufe von AAA auf AA+ durch die Ratingagentur Standard & Poor's hatte kaum Auswirkungen auf diesen Markt.

Spannungen am Interbankenmarkt 2.0

Als große Gläubiger von Staatsanleihen würden insbesondere Banken und Versicherungen von einem möglichen Abschreibungsbedarf auf die öffentlichen Anleihen stark gebeutelt werden. Daher ist es kaum verwunderlich, dass am Interbankenmarkt erste Anzeichen eines Vertrauensverlustes zu erkennen sind. Durch die aufkommenden Spannungen innerhalb des Bankensektors nutzten die Kreditinstitute verstärkt die Einlagenfazilität bei der Europäischen Zentralbank (EZB). Weiterhin erhöhte sich die Diskrepanz zwischen dem dreimonatigen Interbankensatz und dem sogenannten Overnight Index Swap (OIS). Eine sich ausweitende Differenz zwischen diesen beiden Sätzen signalisiert eine geringere Bereitschaft, einem anderen Kreditinstitut Geld zu leihen. Diverse Ratingherabstufungen von Banken, wie beispielsweise der französischen Kreditinstitute Société Générale sowie Crédit Agricole, schürten zusätzlich die Angst vor einer weiteren Bankenkrise nach 2008.

Renditen deutscher Staatsanleihen erreichen historisches Tief

Profiteure der Verunsicherung am Geld- und Kapitalmarkt waren zum wiederholten Male deutsche Staatsanleihen. Die Flucht in die vermeintliche Qualität führte zu historisch niedrigen Renditeniveaus. In der Spitze rentierten zehnjährige deutsche Staatsanleihen bei einem Niveau von 1,63 Prozent p.a. Für deutsche Staatsanleihen spricht neben dem Argument der hohen Sicherheit – Deutschland verfügt nach wie vor über die Bestnote AAA – die hohe Liquidität der Papiere. Die Qualität hat jedoch einen hohen Preis. Unter Berücksichtigung der aktuellen Inflationsrate von 2,3 Prozent wird bei dem aktuellen Renditeniveau zehnjähriger deutscher Anleihen von rund 2 Prozent eine negative Realrendite erzielt.



Source: Thomson Datastream

Auch für Deutschland zeichnet sich in den kommenden Jahren eine höhere Staatsverschuldung ab. Dieses Risiko lässt sich in den Kursen noch nicht ablesen. Im Gegensatz zum Rentenmarkt spiegelt sich das erhöhte Risiko am Markt für Kreditausfallversicherungen jedoch in Form von gestiegenen Prämien für Deutschland wider.

Der Ausblick bleibt schwierig

Sofern sich keine nachhaltigen Lösungen rund um die Schuldenproblematik dies- und jenseits des Atlantiks abzeichnen, dürfte das Renditeniveau insbesondere deutscher Staatsanleihen auf geringer Höhe verharren. Daneben profitiert die Anlageklasse Anleihen von einer sich abkühlenden globalen Wirtschaft. Nachdem die EZB den Leitzins im Juli erwartungsgemäß auf 1,5 Prozent angehoben hat, dürfte sie aufgrund der aktuellen Schuldendiskussion und der Abkühlung der Wirtschaft ihren Zinserhöhungszyklus vorerst nicht weiter fortführen.

In der Anlageklasse der Bundesanleihen empfehlen wir eine aktive Laufzeitensteuerung. Als Beimischung bieten sich weiterhin Anlagen in ausgewählten Unternehmensanleihen an. Wir favorisieren Schuldner mit guter bzw. sehr guter Bonität. Die Segmente Finanzen und Hochzinsanleihen gewichten wir im aktuellen Marktumfeld unter. Für risikoaverse Anleger bieten sowohl Pfandbriefe als auch Anleihen von nationalen Agencies (z.B. Kreditanstalt für Wiederaufbau) einen Mehrertrag gegenüber klassischen Staatsanleihen. Anders als bei den hochliquiden deutschen Staatspapieren kann aber eine Einschränkung der Liquidität erfolgen.



Rohstoffe

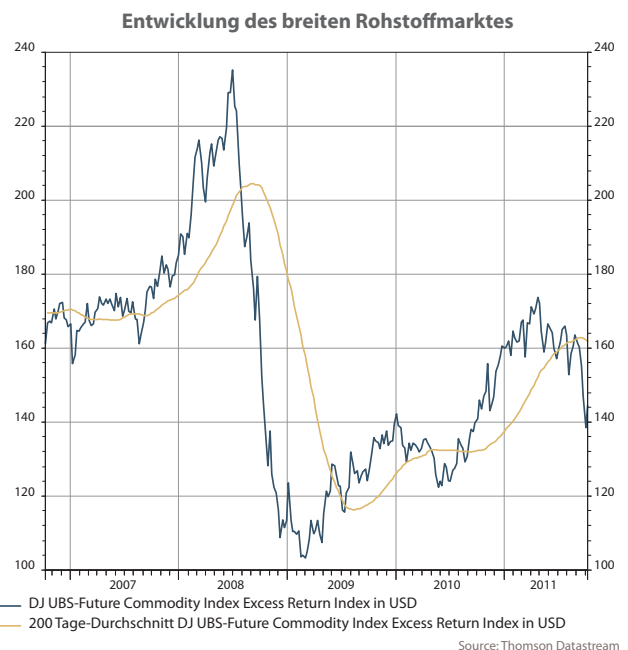
Zeichnet der Rohstoffkomplex eine Blaupause von 2008 nach? Damals zog die Schockstarre der globalen Konjunkturentwicklung im Herbst die Preise dramatisch nach unten. Im Vergleich zum Jahreshoch Ende April 2011 verlor der Dow Jones UBS Commodity Index bis zu einem Fünftel an Wert, nachdem er sich im Aktien-Crashmonat August noch gut behaupten konnte. Die globalen Konjunkturzahlen und auch die Fundamentaldaten des Rohstoffkomplexes erscheinen uns im Vergleich zum Preisgeschehen keineswegs so schlecht – sie deuten eher auf höhere als auf tiefere Preise hin. Das große Dilemma: Ob sich die 2008er Geschichte wiederholt, hängt derzeit in noch stärkerem Maße von der Politik und dem Stress im Finanzsystem ab. Letzterer hat in den vergangenen Wochen dazu geführt, dass sogenannte „Margin Calls“ erhebliche Positionsaufösungen an den Terminmärkten zur Folge hatten – sogar beim Krisenmetall Gold. Das bringt natürlich Druck in die Märkte und wischt kurzfristig alle Fundamentalargumente vom Tisch. Der vorsichtige Investor hält sich in einem solchen Umfeld besser zurück. Ansonsten bietet es sich an, vorrangig liquiditätssensitive Rohstoffe (wie z.B. Gold, siehe Schwerpunkt weiter unten) zu halten, bis sich ein klareres Politik- und Konjunkturbild für den breiten Rohstoffmarkt ergibt.

Energie

Die vor kurzem veröffentlichten Daten der US-Lagerbestände überraschten die Märkte im Umfeld der Konjunktursorgen: Statt des erwarteten Lageraufbaus kam es zu deutlichen Rückgängen der Bestände. Diese erfreuliche Nachricht konnte den Preis der US-Sorte WTI vom Tief bei etwa 75 USD wieder klar nach oben hieven. Die europäische Sorte Brent verteidigte die nicht nur psychologisch wichtige 100 USD-Marke.

Die Angebotsseite ist derzeit begrenzt: Nach wie vor zeigen die OPEC-Nationen eher sinkende Produktionskapazitäten. Trotz der leichten Entspannung in Libyen und der Wiederaufnahme dortiger Raffinerie-Kapazitäten dürfte es dem Land vorerst schwer fallen, auf das Produktionsniveau vor der Revolution zurückzukehren. Nicht vergessen werden darf auch die saisonal typische Hurrikan-Saison, die in den kommenden Wochen noch unerwartete Ausfälle im Golf von Mexiko verursachen könnte.

Eigentlich zeichnet dies ein recht positives Bild für den Ölpreis, das jedoch – wie eingangs beschrieben – durch zwei Faktoren getrübt wird: Erstens die globale Konjunktur-



turabkühlung, vermutlich eingepreist. Zweitens durch weitere Liquidationen quer über risikobehaftete Anlageklassen bei anhaltendem Stress im Finanzsystem. Im Zweifel besteht auf Basis aktueller Daten eine immer noch zu hohe Netto-Spekulation auf steigende Kurse am US-Terminmarkt, die vor dem nächsten Anstieg bereinigt werden müsste. Summa summarum sehen wir die Ölpreise nach unten durch die fundamentalen Daten gut abgesichert. Wir erwarten einen anhaltend seitwärts/leicht abwärts gerichteten Handelsverlauf (WTI ca. 75-90, Brent ca. 100-118) auf Sicht der nächsten Monate. Es bedarf einer langen US-Rezession oder insbesondere auch einer harten Landung der chinesischen Konjunktur, um die bisher markierten Tiefkurse dauerhaft (!) nach unten zu brechen.

Industriemetalle

Die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums lässt sich erkennbar am Sektor der Industriemetalle ablesen. Beispielhaft angeführt werden kann der Kupfer-Preisverfall um fast ein Drittel von rund 9.800 USD auf unter 7.000 USD pro Tonne. Kupfer ist eines der wichtigsten Industriemetalle. Es steckt in vielen Dingen des täglichen Lebens – von Sanitärbedarf über elektrische Leitungen bis hin zu Elektronikartikeln. Für den Ausbau der Schwellenländer ist Kupfer unverzichtbar. Die letzten Daten des wohl wichtigsten Abnehmers China suggerieren, dass der Lagerabbau fortgeschritten ist. Deshalb vermuten wir, dass das Reich der Mitte wieder als größerer Käufer

am Markt auftreten dürfte. Dies erscheint umso wahrscheinlicher, da einige Rohstoffexperten den fairen Wert von Kupfer deutlich höher als das aktuelle Kursniveau sehen. Positiv stimmt auch, dass spekulative Positionen am Terminmarkt geschlossen wurden und die kommerziellen Händler Netto-Zukäufe tätigen. Da auch wir von keinem Einbruch der globalen Konjunktur ausgehen, sollten die bisherigen Tiefs des Sektors halten (z.B. wichtige Marke 3.000 bei dem von der Londoner Metallbörse berechneten LME Index, aktuell rund 3.400). Da das markttechnische Bild stark eingetrübt ist, sollte in jedem Fall eine vorsichtige Herangehensweise gewählt werden, um das Konjunkturrisiko im Depot über Aktien und Rohstoffe hinweg nicht zu sehr auszuweiten.

Edelmetalle

Dass auch die Preisentwicklung bei Gold trotz langfristiger Aufwärtstrends keine Einbahnstraße ist, zeigte sich im September. Zunächst war Gold als „Crash-Metall“ noch gefragt und verzeichnete im August eine 300-USD-Rally. Eine Liquidationswelle im schwachen September führte das Edelmetall anschließend auf die wichtige 200-Tage-Durchschnittslinie (ca. 1.540 USD) zurück, die zunächst Unterstützung bot. Die Argumente pro Gold gelten unverändert, allen voran das historisch niedrige Zinsniveau. Nach Abzug der Inflationsrate ergibt sich ein negativer Realzins, der in der Vergangenheit für Aufwärtsphasen am Goldmarkt stand. Die letzte Goldblase platzte 1980 erst durch eine Bremspolitik der Notenbanken, um die hohe Inflation in den Griff zu bekommen. Anschließend herrschten positive Realzinsen von 2-4 Prozent, von denen wir derzeit weit entfernt sind. Als besonders liquiditätssensibles Wertaufbewahrungsmittel ist das aktuelle Umfeld gesenkter Zinsen, Garantien und Geldmengensteigerungen im Rahmen der Krisenbekämpfung sehr günstig. Dieses Vorgehen dürfte angesichts der Fragilität des weltweiten Finanzsystems in den nächsten Jahren positive (nominelle) Wirkung auf den Goldpreis haben. Es verwundert also kaum, dass immer mehr Anleger und Wirtschaftssubjekte Gold als stabile Währung entdecken.

Bezeichnend ist, dass Gold sogar in den Fluchtwährungen wie dem Schweizer Franken etc. deutlich gestiegen ist (Verdreifachung seit 2003). Es handelt sich also keineswegs nur um ein Phänomen des schwachen Dollars oder Euros, das den Goldpreis steigen lässt. Dennoch ist der geschätzte Anteil am Gesamtvermögen vieler Anleger immer noch im einstelligen Prozentbereich, was aus

diesem Blickwinkel weiteres Nachfragepotenzial bietet. Verändert hat sich bei Gold gleichwohl die Anlegerstruktur: Die „nervösen“ Finanzanleger haben ein spürbares Gewicht z.B. gegenüber der „entspannten“ Schmuckindustrie erlangt, was die Volatilität des Edelmetalls dauerhaft erhöht. Dadurch steigt auch das Erfordernis, die Markttechnik und Positionierungsdaten der Anlegergruppen stärker ins Kalkül zu ziehen. Dort war zu beobachten, dass sich die spekulative Masse weitgehend aus dem Markt zurückgezogen hat. Damit sollten Anleger in Schwäche hinein Positionen in Gold aufbauen. Nach unten bieten die Marken um ca. 1.450 US-Dollar respektive etwa 1.100 Euro sehr gute Unterstützung. Das langfristige Potenzial erachten wir als hoch attraktiv, jedoch dürfte es nach dem Absturz einige Zeit dauern, bis der Zug wieder Fahrt aufnimmt.

Zwar gelten für Silber ähnliche Faktoren wie für Gold, jedoch sind seine konjunkturelle Abhängigkeit und spekulative Faktoren wesentlich größer. Unter Berücksichtigung der stark angeschlagenen Markttechnik und der sehr teuren Bewertung klar über einem „fairen Wert“ empfehlen wir nach wie vor Zurückhaltung. Silber dürfte erst auf einer deutlichen niedrigeren Basis bei gleichzeitig besseren Konjunkturdaten wieder ein klarer Kauf werden. Platin und Palladium sind ebenfalls industriell genutzte Edelmetalle (v.a. in der Automobilbranche, aber zunehmend auch in der Dental- und Chemieindustrie). Platin ist beispielsweise vielfach seltener als Gold und bietet – trotz der höheren Zyklik – auf dem aktuellen Niveau ein (langfristiges) Outperformance-Potenzial zu Gold. Palladium erscheint uns das günstigste unter den Edelmetallen zu sein, weshalb wir nach Diversifikation suchenden Anlegern auch die beiden Metalle der Platingruppe für die „Watchlist“ empfehlen.

Agrarsektor

Trotz der höheren Konjunkturabhängigkeit zog die Korrektur auch die Agrarrohstoffe mit nach unten. Dies ist vermutlich auf die ambitionierte Bewertung des Sektors zurückzuführen, die wir zuletzt aufgegriffen hatten. Das Problem der Überbewertung ist zwar wiederum kleiner geworden, es wirkt jedoch noch immer belastend auf einige Rohstoffe. Rohstoffexperten sehen dies vor allem bei Kaffee und Mais als gegeben, wohingegen Getreide und Soja als attraktiver erachtet werden. Auf dem aktuellen Niveau ist der Gesamtsektor neutral zu sehen, echte Kursfantasie fehlt momentan.



Anlage Spezial – China

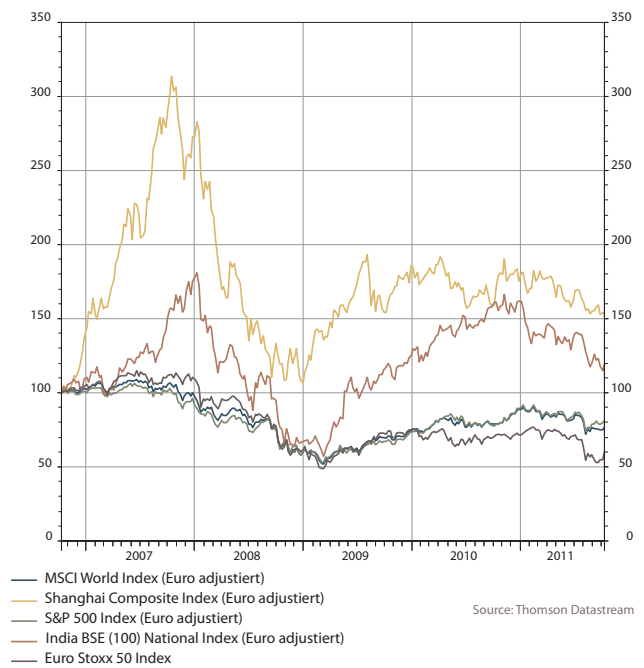
Wachstumsregion mit Weltmachtanspruch

China – das Glutamat der Weltwirtschaft?

Die Schwellenländer, allen voran China, sind uns als Wachstumsmotoren der letzten Dekade bekannt. Manifestiert durch eine unvergleichliche Bevölkerungsentwicklung haben es Ökonomien wie China, Singapur, Taiwan, Korea und Indien in die erste Liga der Industrienationen geschafft. Während die westlichen Volkswirtschaften derzeit mit erheblichen Schuldenbergen und einer anhaltenden Finanzkrise kämpfen, bemüht sich China, die zuletzt beschleunigte Inflation in den Griff zu bekommen. Die Notenbank tritt hier an, die Investitionsfreude der Industrie sowie stetig steigende Immobilienpreise durch Bremsaktionen im Zaum zu halten. China wie auch Korea haben systembedingt sehr gute Zugänge zu staatlichen Finanzierungs- und Fördermitteln, denn es ist erklärtes Ziel der noch jungen kapitalistischen Systeme, Anschluss an den Westen zu gewinnen oder ihn zu überholen. Durch ihre üppigen Devisenreserven, die aus dem Exportgeschäft resultieren, besitzen sie auch das finanzielle Rückgrat, technologische Entwicklungen voranzutreiben. Zwar liefert der Westen meist noch Patentierung und Lizenz, die anschließende Massenproduktion wird aber rasend schnell im eigenen Land umgesetzt. Im besten Fall meldet sich ein Markenhersteller aus Europa (z. B. Volkswagen) bei der örtlichen Regierung an und bietet ein interessantes Joint Venture, um den staatlich alimentierten Marktzugang zu erhalten. Der Grundgedanke ist eine Win-Win-Situation, denn der westliche Produzent erschließt sich im Handumdrehen große Märkte, die in keinsten Weise mit dem Verdrängungswettbewerb der westlichen Hemisphäre vergleichbar wären. Hier geht es selten um Preiskampf, sondern um Schnelligkeit beim Erwerb logistisch optimaler Standorte mit Zugang zum lokalen Arbeits- und Absatzmarkt. Noch ist der Westen hier ein gern gesehener Investor und Ideenlieferant. Mit fortschreitender Industrialisierung wandelt sich die Werkbank jedoch zur Technologieschmiede.

Asiens Wachstumsregionen müssen auch unter einem zweiten Blickwinkel betrachtet werden. Die Modernisierung und die Verwestlichung führen zu erheblichen strukturellen Veränderungen der Gesellschaft. China als einstiger Agrarstaat verliert Zug um Zug gerade die junge Landbevölkerung, welche die Möglichkeiten des Stadtlebens dem traditionellen Reisanbau vorzieht. Die Stadtzentren Chinas beherbergen heute sowohl top ausgebildete Universitätsabgänger als auch Heerscharen von Tagelöhnern, die noch für rund 100 USD im Monat einfache, manuelle Tätigkeiten ausüben. Seit gut 5 Jahren hält aber auch in China der technologische Fortschritt Einzug, somit ist

Übersicht der Weltindizes vs. China und Indien (5 Jahre)

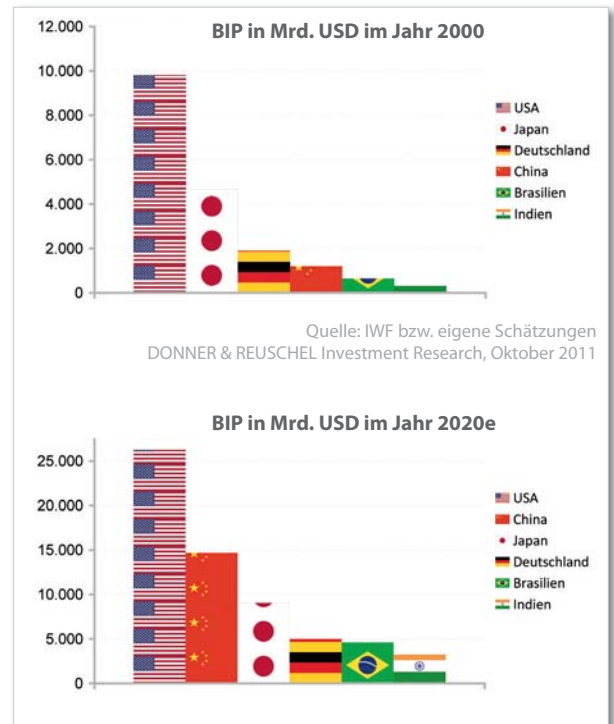


der gut ausgebildete Facharbeiter gefragter denn je. Für die eher armen (Wander-) Bevölkerungsschichten wird es immer schwerer, am Stadtrand auskömmliche Arbeit und eine bezahlbare Unterkunft zu finden. Über 50 Millionenstädte leiden heute an strukturellen Defiziten wie fehlenden Nahverkehrssystemen und Bildungsstätten sowie einer mangelhaften medizinischen Infrastruktur. Der soziale Sprengstoff wächst mit dem Fortschritt – wenn das Tempo zu hoch wird, droht hier der strukturelle Kollaps.

Das grundlegende Szenario der Emerging Markets bleibt aber intakt: Gerade in Asien und Südamerika entwickeln sich die Einwohnerzahlen mit Faktor 2 (Brasilien) bis 5 (Indien) gegenüber den westlichen Ökonomien. Betrachtet man das Bruttoinlandsprodukt, so konnte sich China innerhalb der letzten 10 Jahre um zwei Rangplätze verbessern und steht heute vor Japan und Deutschland (siehe Tabelle Seite 12). Die USA werden nach unseren Schätzungen ihren Spitzenplatz noch bis nach 2020 behaupten können, dieser Vorsprung währt jedoch nicht ewig. Das Pro-Kopf-Einkommen hinkt in den neuen Ökonomien trotz Verdoppelung seit 2003 immer noch hinterher. Dies liegt weniger an der Wachstumsdynamik, als vielmehr an den dramatischen Bevölkerungszuwächsen. Rund 50 Inder erzielen derzeit die Wertschöpfung eines Amerikaners. Gleichwohl steigt der Konsum gerade in den asiatischen Metropolen schon seit einiger Zeit aus der Grundversorgung in den Zusatzkonsum, in der Mittelschicht schon bis in den Lu-

xusbereich. Nach Schätzungen der OECD benötigen Ökonomien wie China und Korea noch etwa 10 Jahre, Indien etwa 15 und andere Nachfolger wie z. B. Vietnam knapp 20 Jahre, um das heutige Basiskonsumniveau der westlichen Industrienationen zu erreichen. Bleibt anzumerken, dass die wohlhabenden Schichten in den Emerging Markets zum Teil extremen Reichtum erreicht haben und in der Forbes-Statistik bereits gut vertreten sind. Dieser Effekt wird sich noch dramatisch ausweiten, da der Kapitalismus sich hier mit einer extremen Geschwindigkeit gegenüber den vorherrschenden politischen Meinungen durchsetzt. Unter Zugrundelegung der IWF-Daten bis 2009 steigen die Pro-Kopf-Einkommen nach unserer Schätzung bis ins Jahr 2015 in China und Indien noch um gute 40 Prozent, in Russland um 22 Prozent, hingegen in Japan, Deutschland und USA nur um 5 bis 11 Prozent (siehe Tabelle). Steigender Wohlstand mit all seinen Begleiterscheinungen wie Energie- und Landverbrauch, Umweltverschmutzung, Verstädterung und Landflucht stellt die Wachstumsregionen vor enorme Herausforderungen. Die lokalen Regierungen sind aufgerufen, die Basiseinrichtungen und Infrastrukturen den gewachsenen Bedürfnissen anzupassen. Gerade im Bereich Nahrungsmittelversorgung hat Asien mit den explodierenden Preisen an den internationalen Warenterminmärkten zu kämpfen. Mit stetig steigendem Steueraufkommen und noch niedrigen Zinsen ließen sich alle notwendigen Maßnahmen finanzieren. Kritisch wird es allerdings, wenn auf die aktuellen Wachstumsschätzungen von 6 bis 9 Prozent p. a. externe Schocks, Naturkatastrophen oder gesellschaftliche Veränderungen einwirken. Japan hatte Anfang 2011 einen Tsunami zu bewältigen, in Asien und Australien kommt es derzeit zu Jahrhunderthochwassern (z. B. in Thailand oder in der Region um Brisbane) und die hartnäckige Finanzkrise in den USA und Europa senkt die aktuellen Exportaussichten.

Fazit: Asien und Südamerika sind auf dem Vormarsch. Demographisch durchleben beide Wachstumszonen einen soliden Aufwärtstrend. Bisweilen kommt es an den Aktienmärkten zu Übertreibungen wie z.B. 2007 in China und Indien, die Bewertungen erhöhten sich entsprechend dramatisch (Kurs-Gewinn-Verhältnis China bzw. Indien 2007: 45 bzw. 50). Auf fünf Jahre betrachtet haben Emerging Markets zweimal haussiert und entsprechend wieder korrigiert. Wer in seiner Vermögensstruktur eine dynamische Komponente sucht, investiert in den Wachstumsregionen derzeit mit einem geschätzten KGV von 15 im Jahr 2012. Zwar liegt das Risiko historisch bedingt auch deutlich höher, die Chancen auf



Anstieg der Pro-Kopf-Einkommen		
Pro-Kopf-Einkommen	2009 in USD	2015 in USD
China	3.678	5.280
Deutschland	40.875	44.177
Indien	1.031	1.460
Japan	39.731	41.702
Russland	8.694	10.578
USA	46.381	51.568

Quelle: IWF bzw. eigene Schätzungen
DONNER & REUSCHEL Investment Research, Oktober 2011

eine Fortsetzung der letzten fünf Jahre stehen aber gut. Während Europa und die USA knapp 30 Prozent Verlust in den Aktien verkraften müssen, liegt China noch mit 50 Prozent im Plus (siehe Grafik Seite 11). Zugegeben, es waren auch schon mal 300 Prozent – aber der risikoscheue Investor sucht nicht die Ausnahme, sondern investiert in die Regel. Nicht zu vergessen: Grundsätzlich erfordert ein Investment in Wachstumsregionen eine risikobewusste oder eine dynamische Grundhaltung.



Sachwerte

Nachhaltigkeit in der Immobilienwirtschaft – kurzlebige Mode oder Paradigmenwechsel?

Nachhaltigkeit – ein großes Wort, welches gegenwärtig in aller Munde ist. Was bedeutet es konkret für die Immobilienwirtschaft, die sich in Zeiten großer wirtschaftlicher Verunsicherung, also gerade jetzt, einer besonders erhöhten Nachfrage erfreut? Green Building – was grob umrissen nachhaltiges Bauen bedeutet – erzielt bei einer einfachen Internet-Suche mit Google immerhin 438 Mio. Ergebnisse. Grund genug für einen genaueren Blick darauf, was sich hinter diesem Begriff versteckt und welche Auswirkungen für Investitionen in Immobilien zu erwarten sind.



Green Building und die Auswirkungen

Erste Entwicklungen hin zur stärkeren Berücksichtigung von Ressourceneffizienz sind bereits in den 90er-Jahren in verschiedenen Ländern erkennbar, welche sich meist in neu entwickelten nationalen Standards mit unterschiedlicher Ausprägung niederschlagen (z.B. LEED (USA), BREEAM (GB) oder DGNB (D)). Rechtlicher Ausgangspunkt ist die EU-Richtlinie „Energy Performance of Building Directive“ aus dem Jahr 2002, welche den Energieverbrauch und damit den CO₂-Ausstoß von Gebäuden deutlich senken soll. Seitdem gilt in Deutschland die Energieeinsparverordnung (EnEV), deren sichtbarstes Zeichen der Gebäude-Energiepass ist. 2005 wurde die Verordnung durch das EU-Green-Building-Programm ergänzt, nach dem Gebäude ausgezeichnet werden, welche die EnEV-Werte um mindestens 25 Prozent unterschreiten. Immerhin sind 40 Prozent des Energieverbrauchs in Europa und den USA auf Immobilien zurückzuführen – hier liegt ein enormes Einsparpotenzial. Investoren sollten klären, ob damit in erster Linie Kosten oder eben auch Erträge verbunden sind und ob sich die nötigen Investitionen folglich rechnen. Belastbare Zahlen aus verschiedenen Ländern lassen erkennen, dass durch den höheren Aufwand an Planung, Material und nicht zuletzt die Zertifizierung (je nach Standard) der Gebäude initiale Mehrkosten von bis zu 12 Prozent entstehen. Demgegenüber sind jedoch auch Einsparungen oder geringere Kosten durch direkte und indirekte Faktoren zu bilanzieren. So ist laut langfristig angelegten Studien die Mieterzufriedenheit mit „grünen“ Immobilien im Durchschnitt um nahezu 30 Prozent

höher als in herkömmlichen Immobilien. Darüber hinaus konnten sogar Steigerungen der Mieterproduktivität durch Reduktion an Krankheitstagen oder Erhöhung der Zufriedenheit mit der Arbeitsumgebung festgestellt werden. Neben diesen „weichen“ Faktoren sind jedoch auch deutlich „härtere“ Fakten ausschlaggebend für die Entwicklung im Immobilienmarkt: Im Schnitt konnten Mieter ihre Nebenkosten durch einen deutlich geringeren Energie- oder Wasserverbrauch um ca. ein Drittel senken, die CO₂-Emissionen gingen ebenso stark zurück. Den relativ klar kalkulierbaren anfänglichen Mehrkosten steht folglich durch künftig noch steigende Energiepreise eine potenziell unkalkulierbare – jedoch deutlich höhere – langfristige Ausgabenposition gegenüber. Darüber hinaus sind auch in der Bewirtschaftung deutliche Effekte nachweisbar: So stehen Green Buildings deutlich seltener leer, gewinnen schneller Anschlussmieter und Instandhaltungskosten sind im Schnitt über 10 Prozent niedriger. Dies alles wirkt sich positiv auf den Wiederverkauf aus. Es ist davon auszugehen, dass der Trend zum nachhaltigen Bauen nicht nur weiterbestehen, sondern noch deutlich zunehmen wird. Aktuelle Neubauten bestätigen diesen Trend deutlich. Hintergrund ist unter anderem, dass global operierende Unternehmen zunehmend unternehmensweite Nachhaltigkeitsstandards verfolgen, in welchen die genutzten Immobilien einen gewichtigen Anteil ausmachen. Über diese Vorreiter kommt es im Markt zu Kaskadeneffekten, welche durch eine zunehmende Flankierung durch rechtliche Rahmenbedingungen noch verstärkt werden. Dies bedeutet in der Konsequenz, dass bei Immobilien, welche z. B. in sieben bis zehn Jahren verkauft werden und nicht über eine Green-Building-Zertifizierung verfügen, mit Preisabschlägen zu rechnen ist. Investoren sind folglich schon heute gehalten, auch einen Verkauf der Immobilie zu berücksichtigen.

Ein nachhaltiger Ansatz für den Anleger

Inwiefern sind deutsche Anleger betroffen? Ziel unserer Produktprüfungsprozesse ist es auch immer, Veränderungen im Markt frühzeitig zu identifizieren und für Sie in der Produktauswahl zu berücksichtigen. Aus diesem Grunde ist Green Building schon heute kein Buch mit sieben Siegeln mehr, sondern es ist bereits in den Prüfprozessen voll integriert. Zwar sollen die Energiekosten gesenkt werden, nicht jedoch Ihre Rendite bei Immobilieninvestitionen!

Fazit für Ihre Anlageentscheidung

Wir erleben den klassischen Verlauf einer Krise

Gerade in Krisenzeiten fällt es schwer, die Kapitalmärkte wirklich rational zu beurteilen. Am Anfang einer größeren Konsolidierung werden tiefere Kurse noch als willkommene Kaufgelegenheiten betrachtet. Fallen die Notierungen weiter, entsteht beim Anleger eine größere Vorsicht und Nachkäufe werden verschoben. Schließlich könnten die Kurse noch weiter fallen. Setzt sich die Abwärtsbewegung fort, wenden sich die ersten Kapitalmarktteilnehmer vom Markt ab und berufen sich auf ihren langfristigen Anlagehorizont. Unter diesem Gesichtspunkt kann man Kursschwächen „aussitzen“, also abwarten, bis die Notierungen wieder gestiegen sind. Früher oder später jedoch erreichen immer mehr Anleger den Punkt, an dem sie aus Angst, ihr komplettes in Wertpapieren angelegtes Vermögen zu verlieren, die Reißleine ziehen und noch bestehende Positionen mit großen Verlusten verkaufen. Zumeist fällt dieser Entschluss, wenn auch die allgemeine Nachrichtenlage bezogen auf die Kapitalmärkte ausschließlich negativ ausfällt. Es entsteht die Befürchtung eines totalen Kollapses an den Börsen. Eine objektive Bewertung ist in dieser Lage kaum noch möglich. Oftmals ist jedoch genau zu diesem Zeitpunkt der Boden an den Märkten gefunden. Ein Großteil der disponiblen Positionen wurde bereits veräußert. Diejenigen, die noch investiert sind, haben so große Verluste, dass sie auch einen Verkauf nicht mehr für ratsam halten.

Objektiv betrachtet sind Aktien attraktiv

Wesentliche Einflussfaktoren an den Börsen sind die zur Verfügung stehende Liquidität, die Bewertung der Anlagen und die Psychologie der Anleger. Aufgrund der jahrelang extrem expansiven Geldpolitik der Notenbanken ist die Versorgung der Märkte mit Liquidität grundsätzlich sehr gut. Die allgemeine Risikoaversion der Anleger führt jedoch zur Zeit dazu, dass ein Großteil davon in sogenannten sicheren Häfen, also auf Geldmarktkonten oder in Bundesanleihen, investiert ist. Die Bewertung vieler börsennotierter Unternehmen ist gemessen an gängigen Kennziffern, wie dem Verhältnis von erwarteten Unternehmensgewinnen und aktuellen Kursen oder auch der Dividendenrendite, günstig. Besonders eklatant ist jedoch die relative Bewertung der Aktien im Vergleich zu klassischen Alternativen, wie z.B. Bundesanleihen. Während eine zehnjährige deutsche Staatsanleihe nur noch knapp 2 Prozent Rendite p.a. erwirtschaftet,

weisen deutsche Standardaktien teilweise Dividendenrenditen in Höhe von deutlich mehr als 5 Prozent auf. Dabei stehen viele Unternehmen aktuell besser da als Ende 2008. Aufgrund der allgemeinen konjunkturellen Unsicherheit und einer restriktiven Kreditvergabepraxis der Banken haben viele Unternehmen hohe Cash-Bestände auf- und ihren Eigenkapitalanteil ausgebaut. Nach knapp vier Jahren Dauerkrise und der Verschärfung der Situation in den letzten Monaten kann von Optimismus an den Börsen derzeit keine Rede sein. Immer mehr Anleger kehren risikobehafteten Anlagen den Rücken. Die Unwägbarkeiten erscheinen angesichts der Aussicht auf Staatspleiten, einen möglichen Zusammenbruch der europäischen Gemeinschaftswährung oder einer anstehenden Rezession zu groß. Da unter börsenpsychologischen Gesichtspunkten eine pessimistische Einstellung breiter Anlegerschichten positiv zu bewerten ist, sprechen also insgesamt betrachtet alle genannten Faktoren für steigende Kurse an den Aktienmärkten.

Vorsichtige Positionierungen sind ratsam

Das Problem ist die ewig junge Frage, ob diese Krise anders ist. Eine in vielen westlichen Industriestaaten zeitgleich eskalierende Staatsschuldenkrise ist schließlich beispiellos. Allerdings war auch in der Vergangenheit die jeweils aktuelle Krise die schlimmste. Gerade in solchen Phasen sind jedoch oftmals außergewöhnliche Entscheidungen getroffen worden, die zur Bereinigung der Situation beigetragen haben. Aktuell gibt es Anzeichen, dass in vielerlei Hinsicht ein Umdenken in der Eurozone stattfindet: Merkel und Sarkozy stimmen sich auf eine gemeinsame Vorgehensweise ab, ein Schuldenschnitt für griechische Staatsanleihen wird diskutiert, die EZB stellt weiter Liquidität zur Verfügung.

Börsen nehmen Entwicklungen der Realwirtschaft in der Regel vorweg, steigen also schon, bevor die allgemeine Situation offensichtlich besser wird. Das heißt nicht, dass derzeit bedingungslos Aktien gekauft werden sollten. Die Unsicherheiten sind zweifellos groß. Unter der Voraussetzung eines langen Anlagehorizontes kann jedoch die eine oder andere Position gekauft werden. Da niemand genau sagen kann, wann die Kurse wieder steigen oder ob es noch einmal größere Verluste gibt, müssen die Märkte stetig beobachtet werden. Sobald sich eine nachhaltige Erholung abzeichnet, muss die Aktienquote schnell und deutlich aufgebaut werden.



Wertentwicklung

Wertentwicklung ausgewählter Indizes, Währungen und Rohstoffe (total return* in %)						
Aktien-Indizes**	Kurs 30.09.2011	09/2010 - 09/2011	09/2009 - 09/2010	09/2008 - 09/2009	09/2007 - 09/2008	09/2006 - 09/2007
DAX 30	5502,020	-11,67%	9,76%	-2,67%	-25,83%	30,93%
MDAX	8341,080	-4,87%	19,15%	5,78%	-32,69%	20,92%
TecDAX	662,630	-15,21%	3,12%	10,48%	-29,00%	45,65%
Stoxx 50	2159,698	-12,99%	1,15%	-6,88%	-31,02%	7,58%
DJ Euro Stoxx 50	2179,664	-20,68%	-4,34%	-5,45%	-30,66%	12,37%
DJ Stoxx 600	226,184	-12,91%	7,11%	-5,30%	-32,24%	10,67%
DOW JONES Industrials	10913,380	1,16%	11,08%	-10,49%	-21,91%	18,98%
S&P 500	1131,420	-0,86%	7,96%	-9,37%	-23,61%	14,29%
NASDAQ 100	2139,180	7,06%	16,23%	7,80%	-23,74%	26,42%
NIKKEI 225***	8700,290	-7,14%	-7,54%	-10,01%	-32,92%	4,08%
TOPIX	761,170	-8,24%	-8,83%	-16,33%	-32,74%	0,37%
MSCI World (USD)	1104,064	-6,37%	4,63%	-4,69%	-27,62%	18,95%
MSCI Emerging Markets Local	39248,120	-14,07%	13,19%	15,24%	-30,27%	45,26%
Renten-Indizes**						
REXP	414,515	4,02%	7,80%	8,51%	6,04%	0,88%
JPM Gov. Bond Index Germany	119,151	1,56%	5,57%	5,73%	1,05%	-3,70%
JPM Emerging Markets Bond Index	539,373	1,28%	15,88%	18,67%	-2,72%	7,51%
Währungen****						
US-Dollar je Euro	1,342	1,75%	7,07%	-3,90%	1,25%	-10,93%
Britisches Pfund je Euro	0,861	0,59%	5,49%	-13,78%	-11,41%	-2,85%
Japanischer Yen je Euro	103,790	9,53%	15,30%	14,80%	8,69%	-8,69%
Rohstoffe						
Gold (US-Dollar je Feinunze)	1617,790	24,30%	29,89%	14,18%	18,04%	24,66%
Brent-Rohöl (US-Dollar je Barrel)	106,220	30,76%	23,64%	-29,99%	16,08%	35,05%

* Indexperformance zuzüglich angefallener Kupons / Dividenden
 ** Indizes – wenn nicht anders angegeben – in jeweiliger Landeswährung
 *** Wertentwicklung Nikkei 225 ohne Berücksichtigung angefallener Kupons / Dividenden
 **** Gewinn / Verlust aus Sicht eines Euro-Investors

Quelle: Thomson Datastream

DONNER & REUSCHEL AG

Ballindamm 27
20095 HamburgPostfach 10 17 29
20011 HamburgTelefon 040 30217-0
www.donner-reuschel.deTelefax 040 30217-5399
bankhaus@donner-reuschel.de

DONNER & REUSCHEL – Asset Management

Team Hamburg

Karsten Dabelstein Telefon +49 (0)40 30217-5291
 Martin Hattwig, CIWM Telefon +49 (0)40 30217-5563
 Sascha Veit, CIIA Telefon +49 (0)40 30217-5213
 Götz F. Vinnen Telefon +49 (0)40 30217-5564

Leitung: Carsten Mumm, CFA (v.i.S.d.P.)

Team München

Thao Bui-Bednarz, CEFA Telefon: +49 (0)89 2395-1636
 Ralph Eckel Telefon +49 (0)89 2395-1348
 Christian Merath, CEFA Telefon +49 (0)89 2395-1708
 Thomas Lorenz Telefon +49 (0)89 2395-1545
 Patrick Schultz Telefon +49 (0)89 2395-1525
 Michael Titz Telefon +49 (0)89 2395-1331
 André Will-Laudien, CEFA Telefon +49 (0)89 2395-1649

