



Die Märkte 2012 – Ausblick auf die wichtigsten Assetklassen

DZB Kongress, Frankfurt, 2. März 2012



HAUCK & AUFHÄUSER
PRIVATBANKIERS SEIT 1796



Die Märkte 2012

Ausblick auf die wichtigsten Assetklassen

1. **Sagt Griechenland „Good By€€€?“**
2. **Die Politik des (zu) billigen Geldes**
3. **Finanzielle Repression: Schwere Zeiten für Gläubiger**
4. **Die Eigentümerrolle: Reales besser als Nominales**
5. **2012: (Un-)Erwartetes auf den Kapitalmärkten**
6. **Fazit**

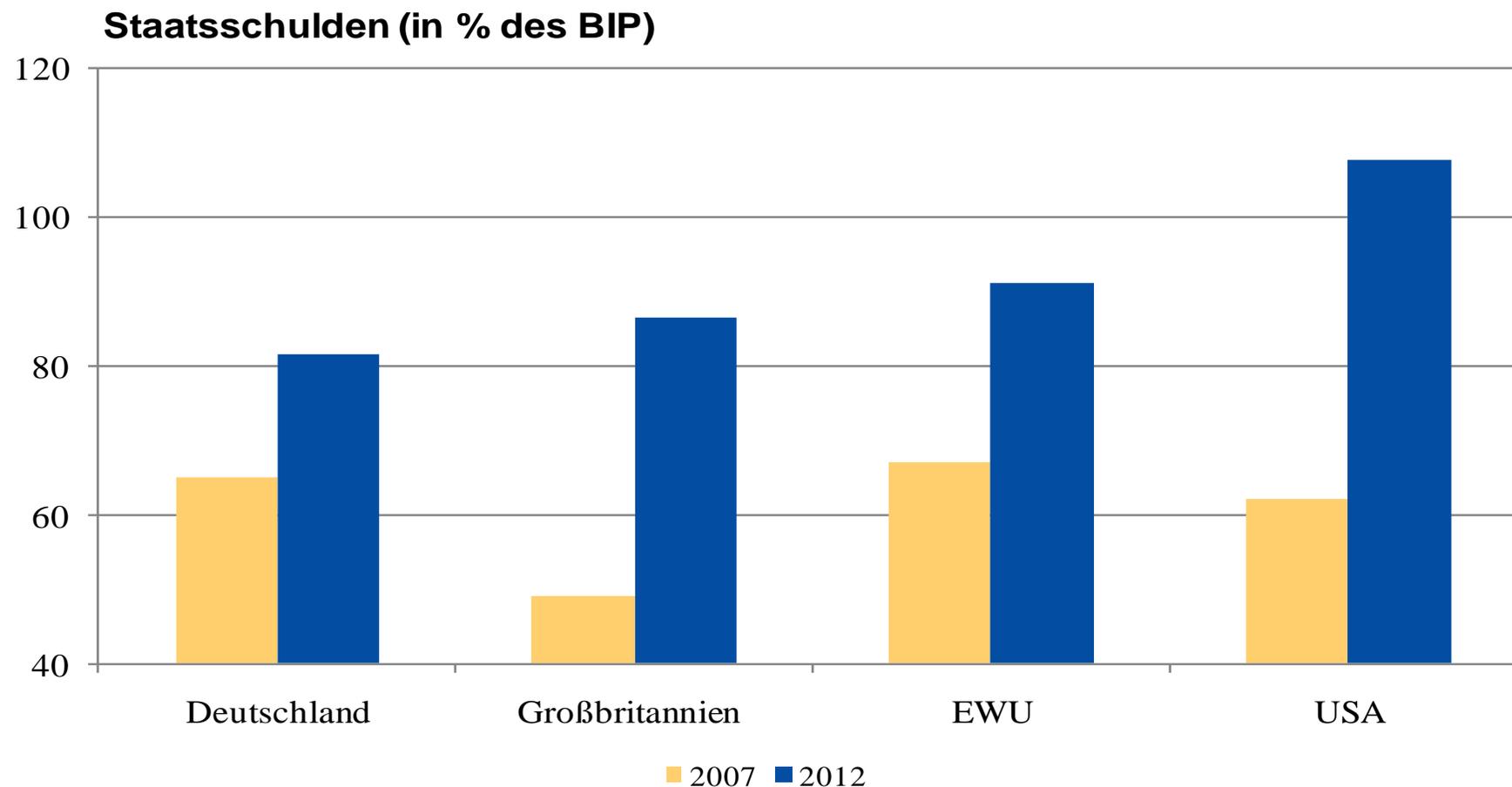
Frankfurt, 2. März 2012

Burkhard Allgeier

Chefvolkswirt & Leiter Portfolio Management



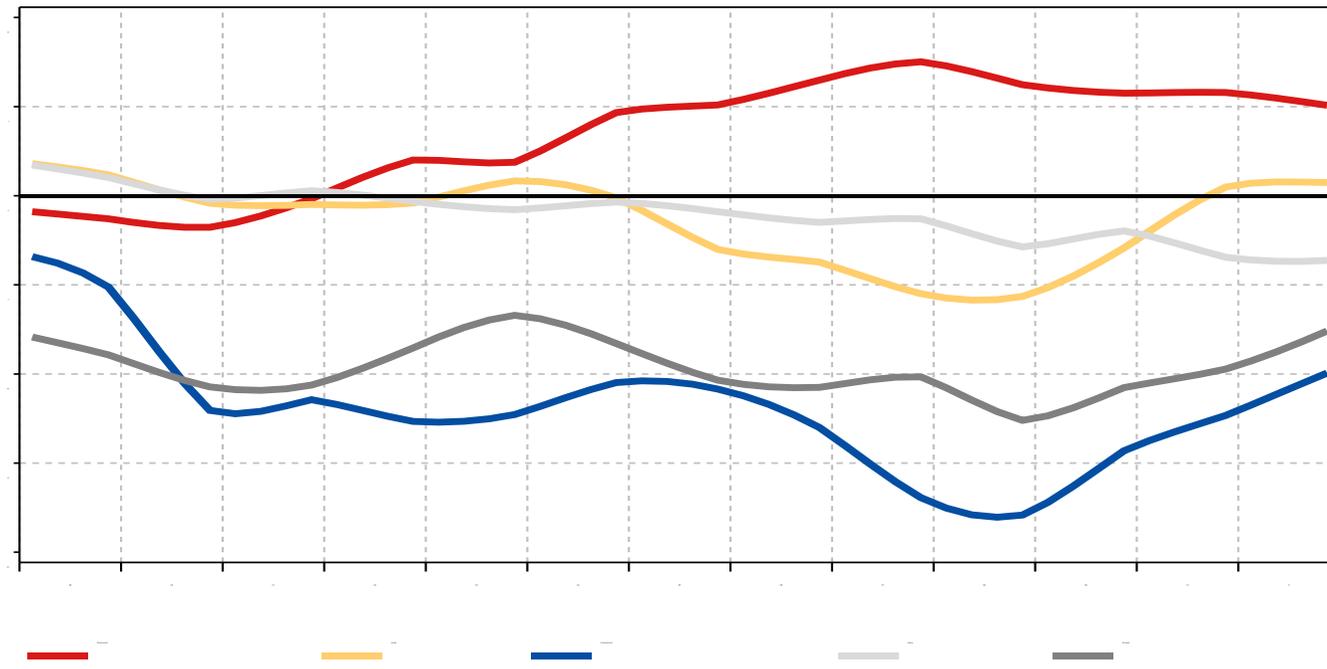
Das Problem sind nicht nur die Schulden Sondern: „Geld, das man nicht selbst herstellen kann“



Quelle: IWF



Das Zwillingenproblem: die Wettbewerbsfähigkeit Löhne um 30% senken oder die neue Wahrung?





Die Märkte 2012

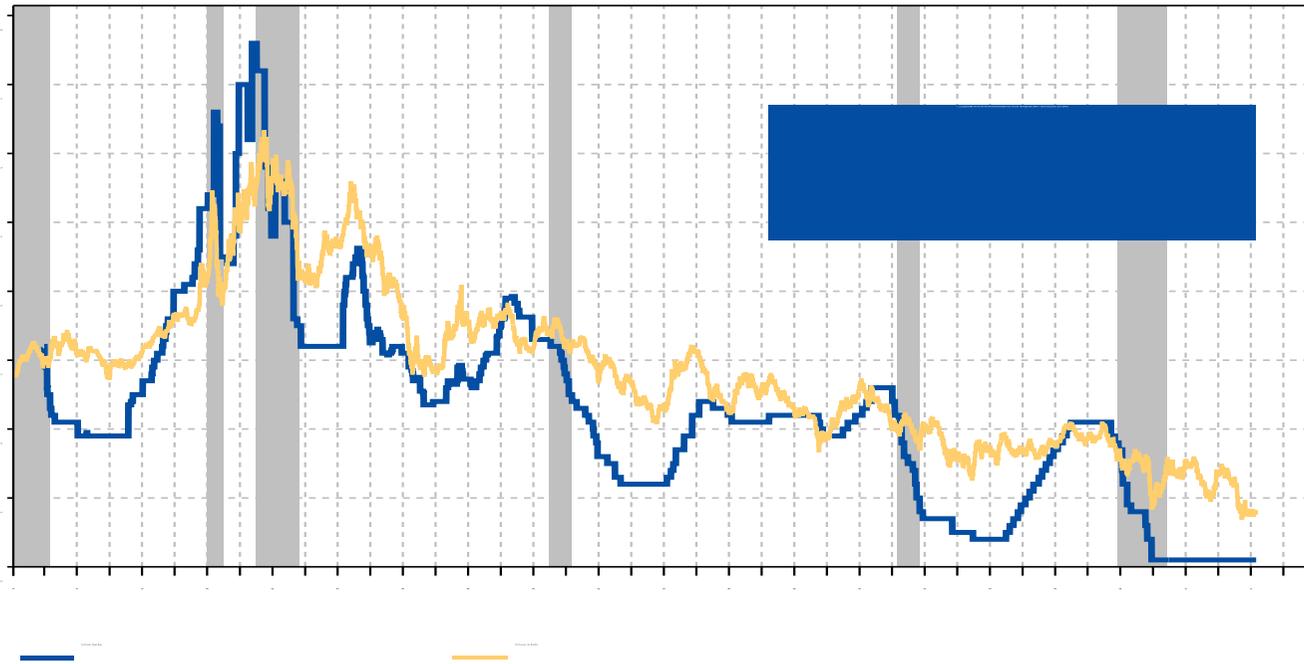
Ausblick auf die wichtigsten Assetklassen

1. Sagt Griechenland „Good Bye€€€?“
- 2. Die Politik des (zu) billigen Geldes**
3. Finanzielle Repression: Schwere Zeiten für Gläubiger
4. Die Eigentümerrolle: Reales versus Nominales
5. 2012: (Un-)Erwartetes auf den Kapitalmärkten
6. Fazit



Geldmarktabhängigkeit des Kapitalmarktes

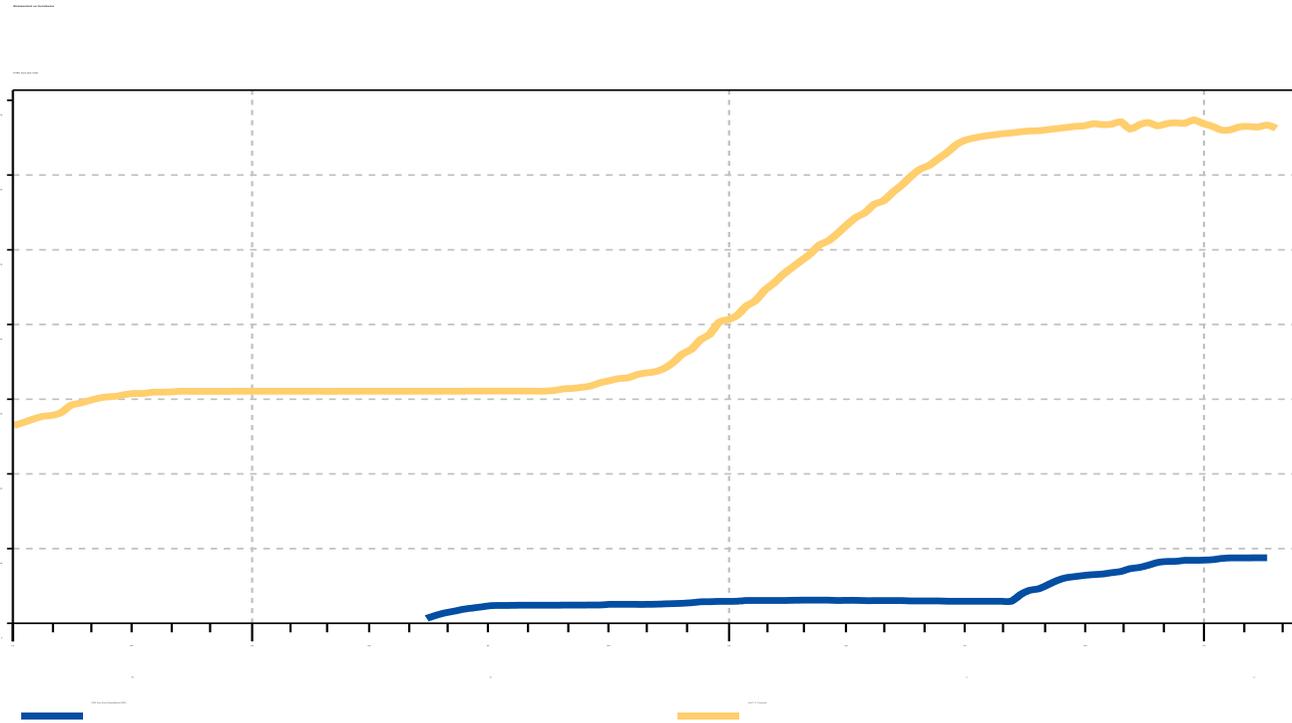
„Don't fight the Fed“ – Renditen bleiben niedrig





Der Politikwandel: Die neue Geld-Politik

Ultimativer Kreditgeber für Staaten und Banken





Die Märkte 2012

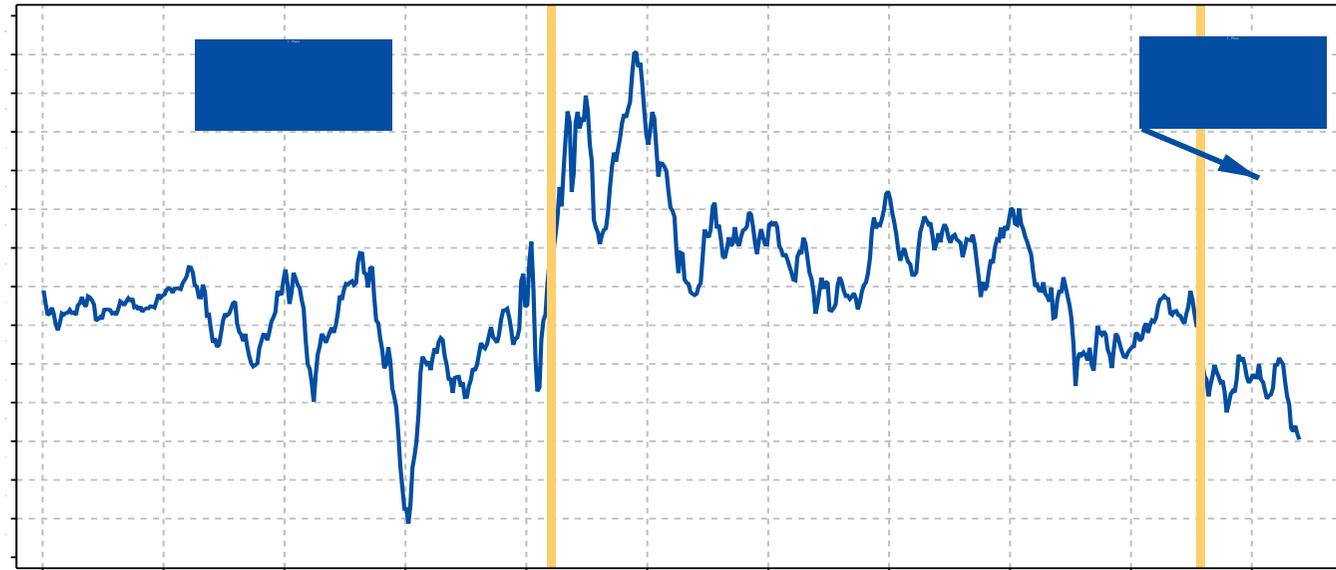
Ausblick auf die wichtigsten Assetklassen

1. Sagt Griechenland „Good Bye€€€?“
2. Die Politik des (zu) billigen Geldes
- 3. Finanzielle Repression: Schwere Zeiten für Gläubiger**
4. Die Eigentümerrolle: Reales versus Nominales
5. 2012: (Un-)Erwartetes auf den Kapitalmärkten
6. Fazit



Heimlicher Schuldenschnitt

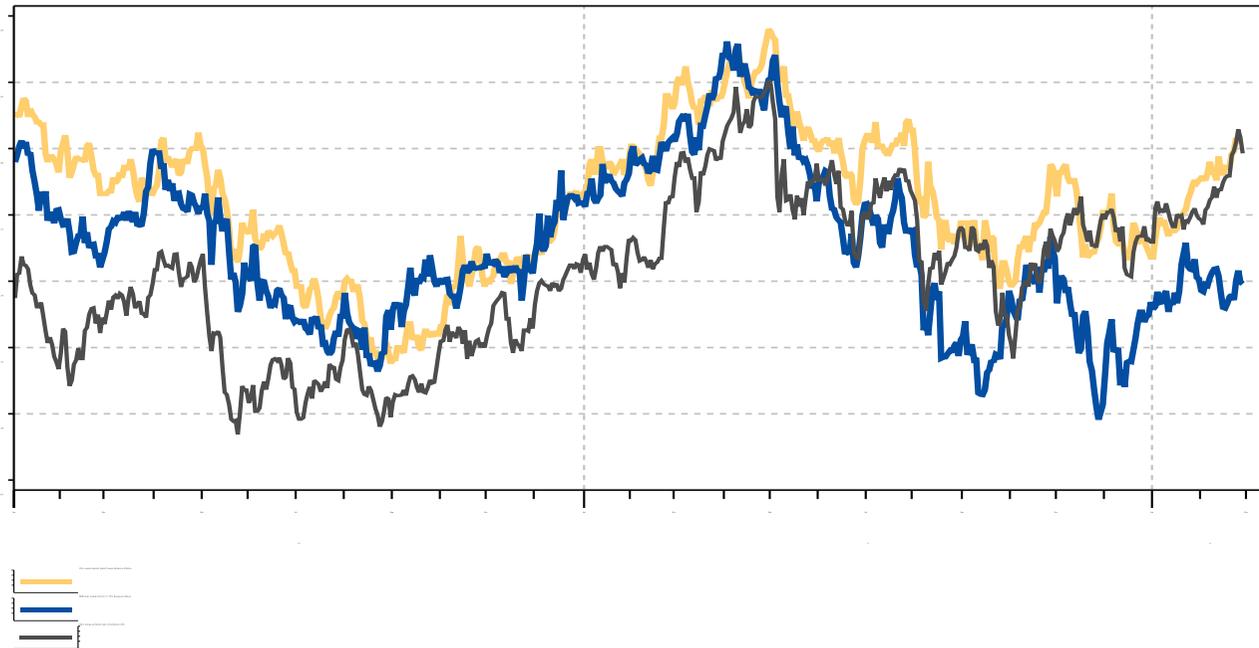
Sanfte Enteignung über niedrige Realzinsen





Die Rolle der Inflation

Vorerst keine hohe Güterpreisinflation, Risiko: Rohstoffe!

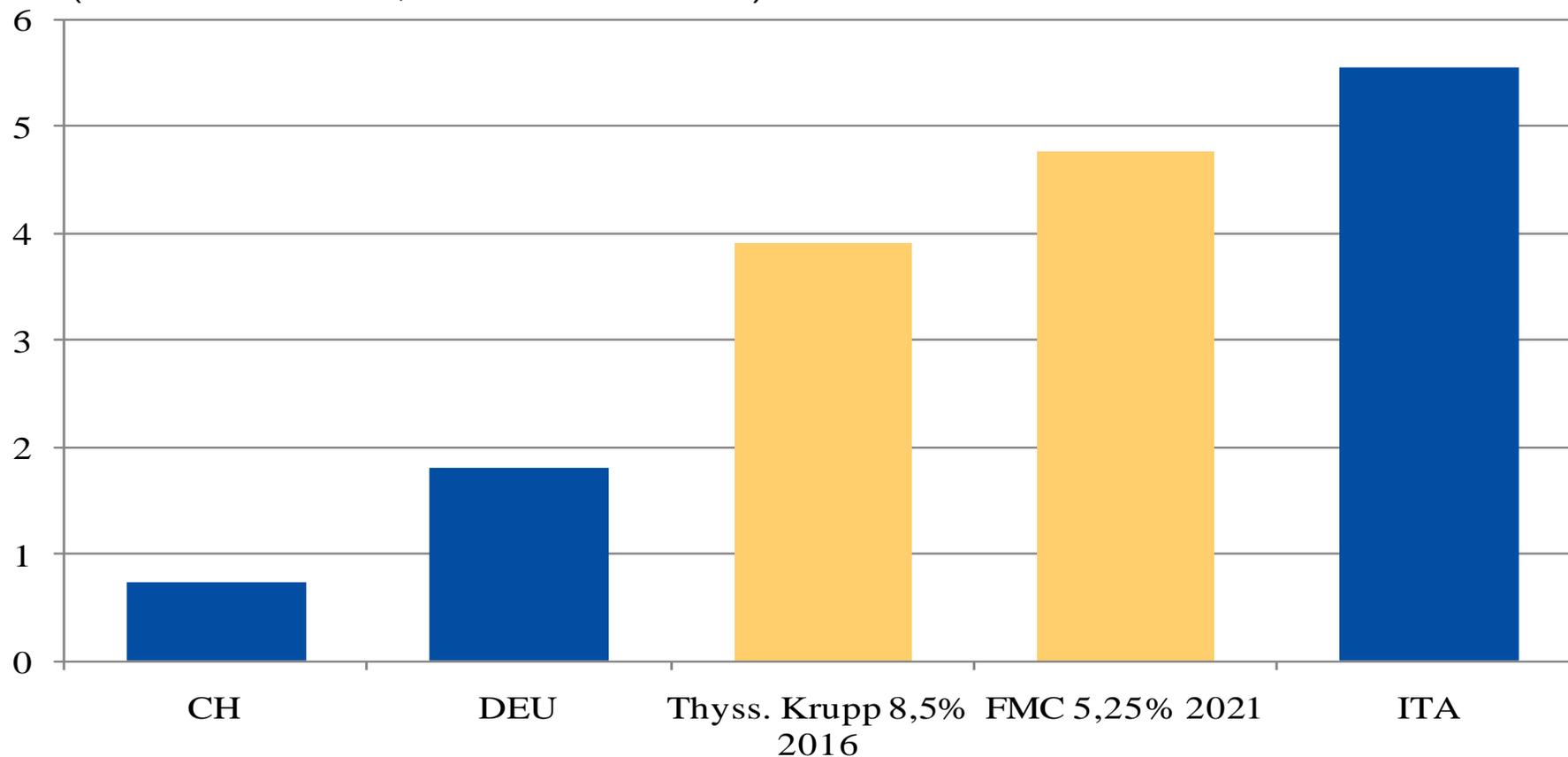




Wem leiht man Geld?

Der Preis für Kapital – ein Risikobarometer

Nominale Renditen für Staaten und Unternehmen
(Laufzeit 10 Jahre, Stand: 29.02.2012)



Quelle: Bloomberg



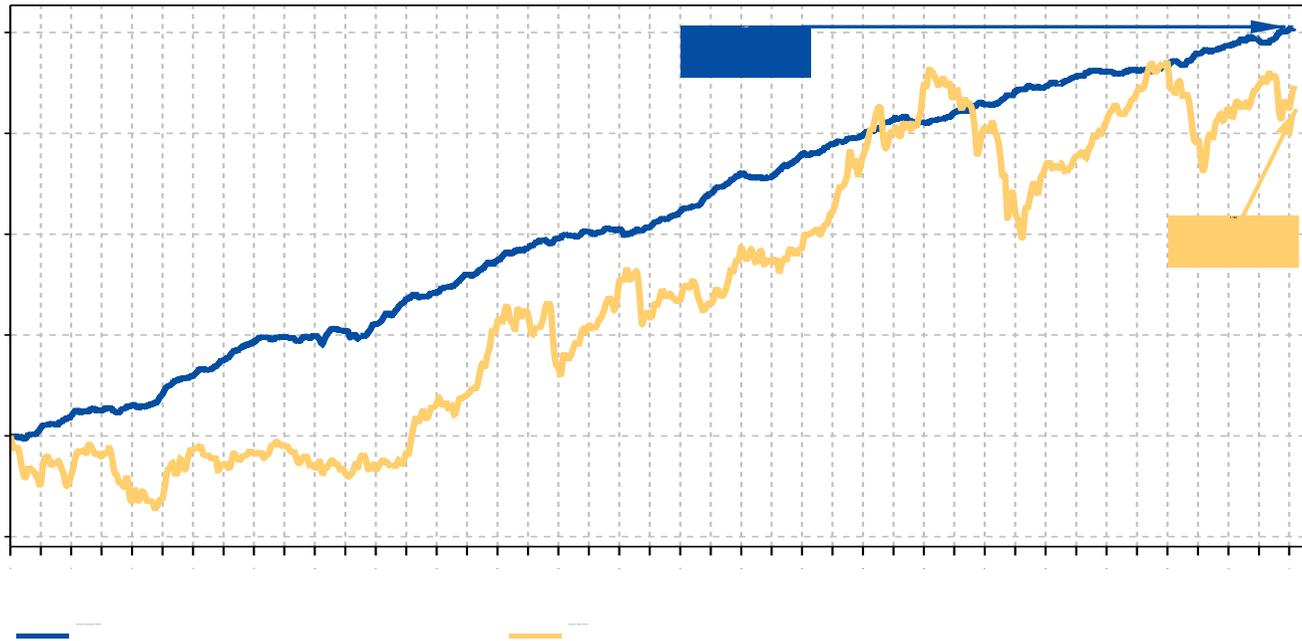
Die Märkte 2012

Ausblick auf die wichtigsten Assetklassen

1. Sagt Griechenland „Good Bye€€€?“
2. Die Politik des (zu) billigen Geldes
3. Finanzielle Repression: Schwere Zeiten für Gläubiger
- 4. Die Eigentümerrolle: Reales versus Nominales**
5. 2012: (Un-)Erwartetes auf den Kapitalmärkten
6. Fazit

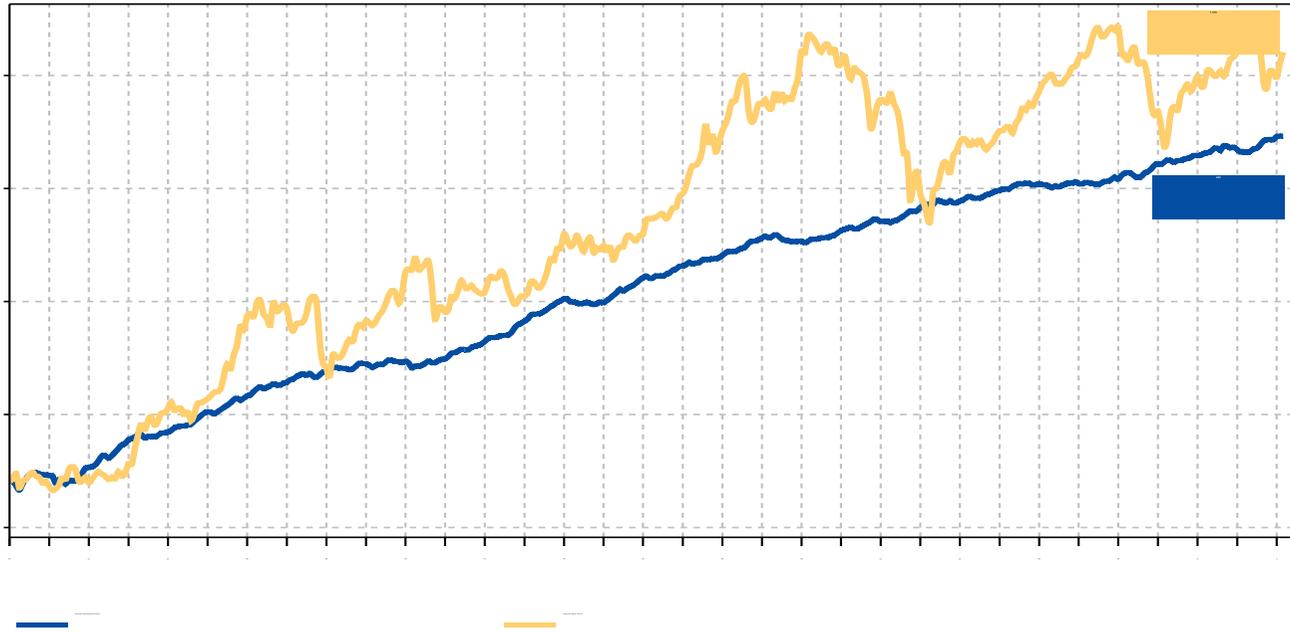


Welche Position ist besser: Eigentümer oder Gläubiger? Mal so,...





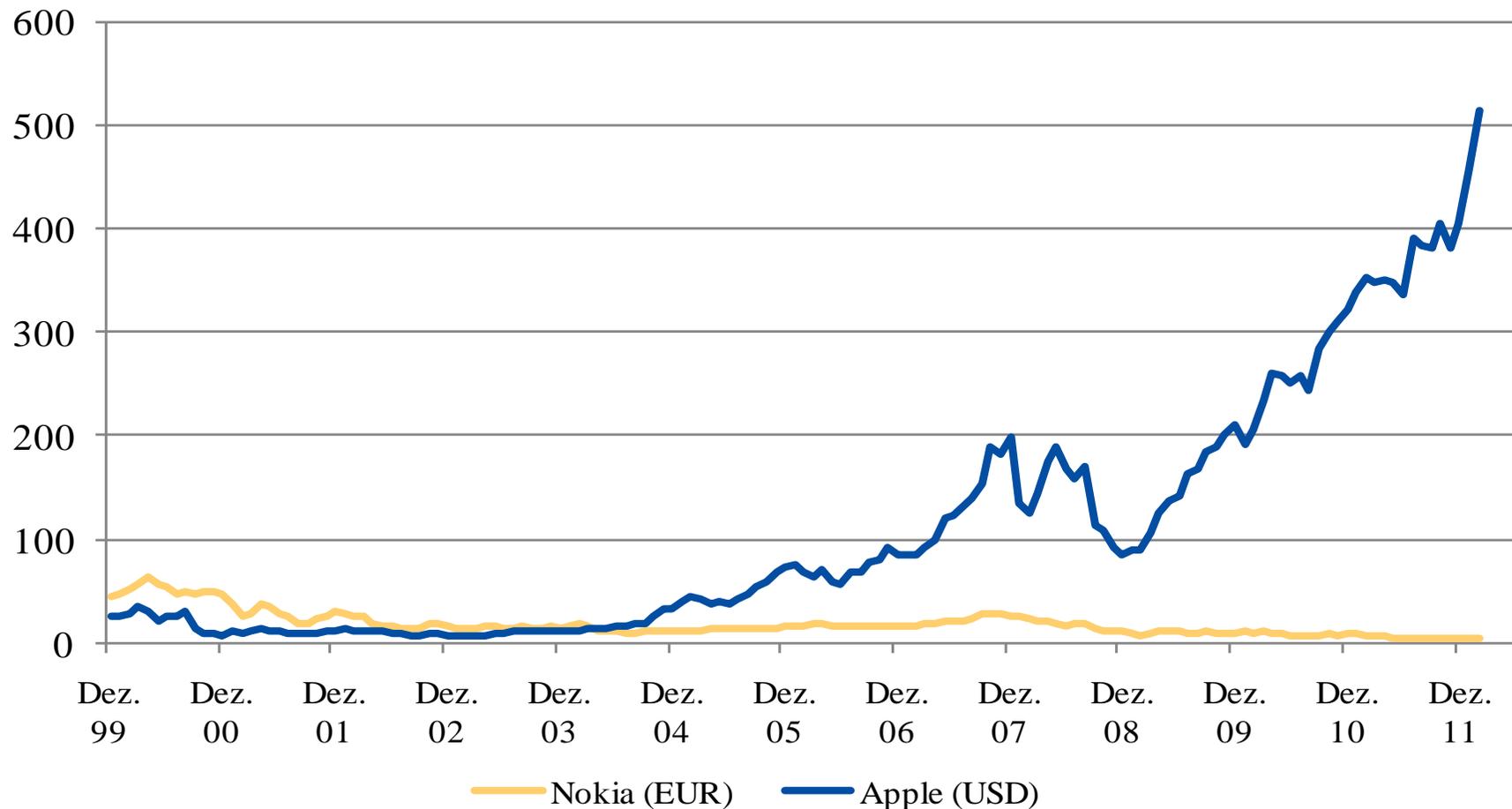
Welche Position ist besser: Eigentümer oder Gläubiger? ... und mal so!





„Richtige“ Aktien sind eine „reale Option“ Titelselektion hat Vorrang

Das "richtige" Eigentum entscheidet



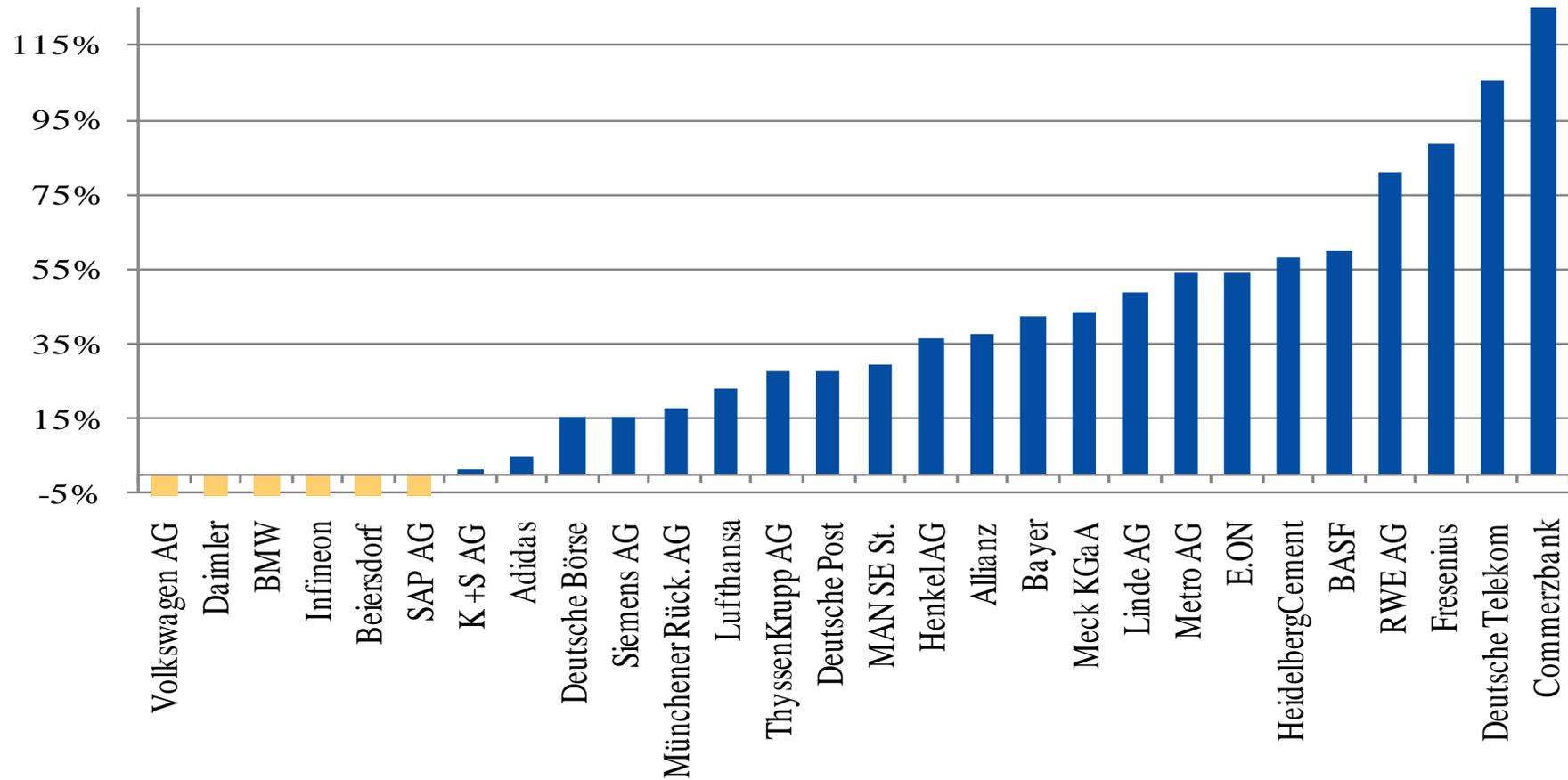
Quelle: Bloomberg



Immer mehr Unternehmen in guter Form

Verschuldung wird abgebaut

Netto-Verschuldung zu Eigenkapital



Quelle: Bloomberg

Hinweis: Infineon, Beiersdorf, SAP, Volkswagen, Daimler, BMW mit Netto-Finanzliquidität, daher neg. Wert. Stand Q3 2011.



Die Märkte 2012

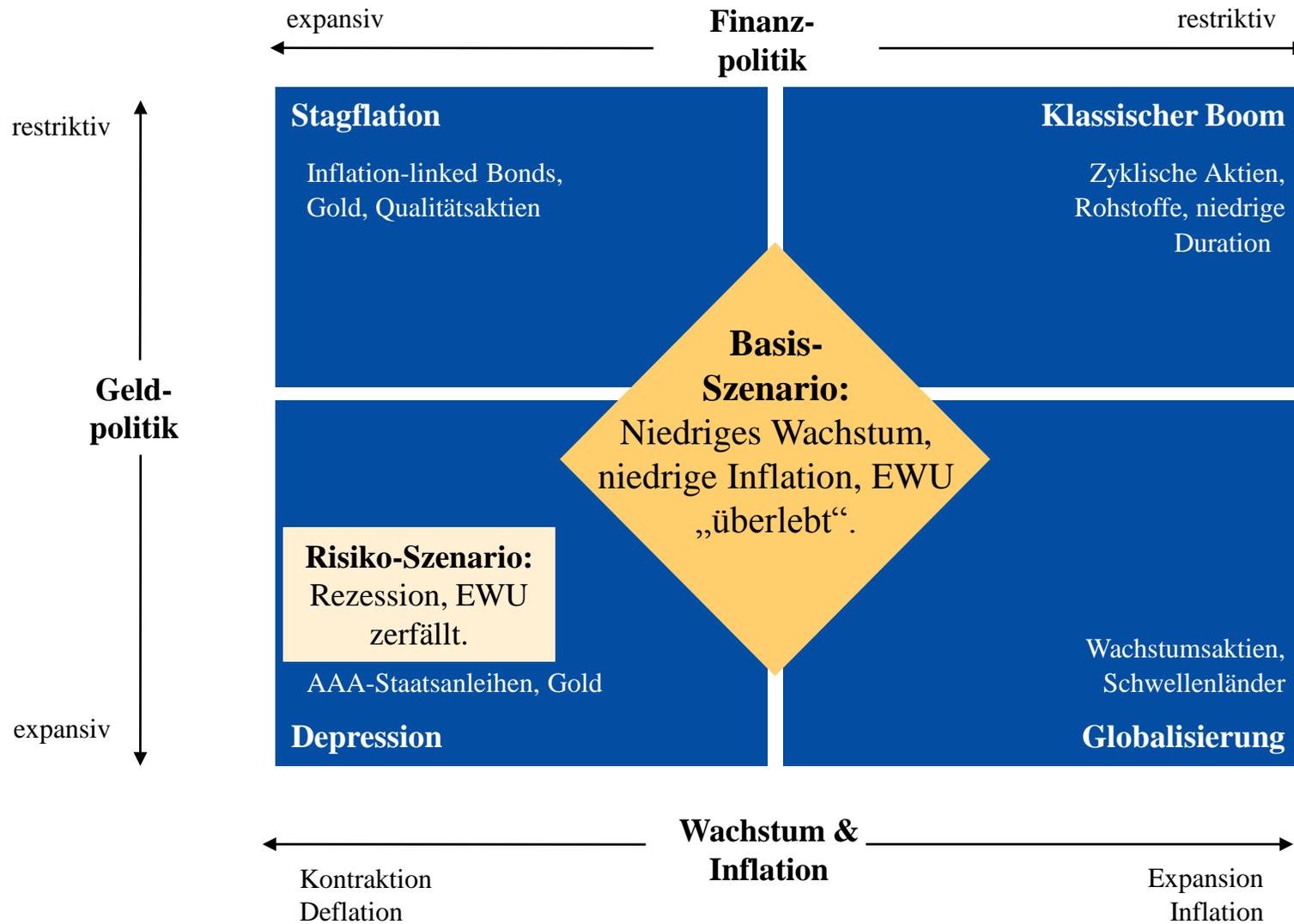
Ausblick auf die wichtigsten Assetklassen

1. Sagt Griechenland „Good Bye€€€?“
2. Die Politik des (zu) billigen Geldes
3. Finanzielle Repression: Schwere Zeiten für Gläubiger
4. Die Eigentümerrolle: Reales versus Nominales
- 5. 2012: (Un-)Erwartetes auf den Kapitalmärkten**
6. Fazit



Anlagepolitische Matrix

Die 2012er Szenarien



Quelle: eigene Darstellung



Kapitalmärkte 2012

Aktien besser als Anleihen, Unternehmen besser als Staaten

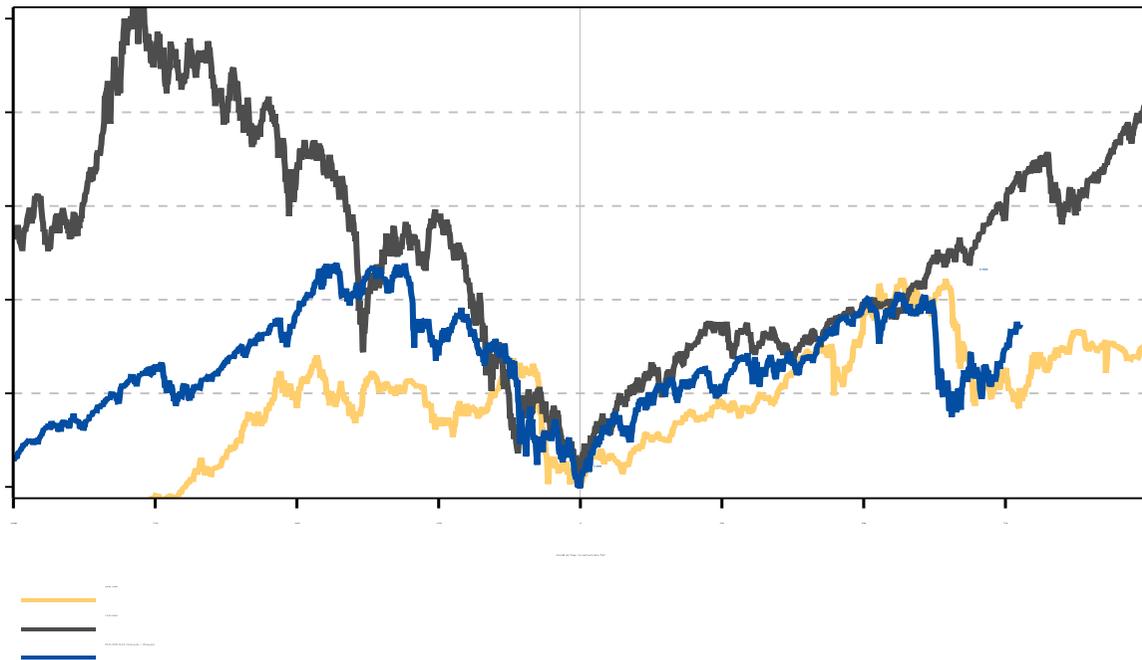
	Wohin?	Warum?	Was?
Renditen		Dis-Inflation und Null-Leitzins. Finanzielle Repression.	Unternehmen vor Staaten.
Aktien		Reale Option. Günstige Bewertung. Wenig Verkäufer. Assetklassen-Substitution.	Selektions-Kriterien, EM.
Währung		Krisenzähmung. US-Politik-Mix.	-: JPY. +: Gold, Solidität.

Quelle: eigene Darstellung



Haben Märkte haben ein Gedächtnis?

Die Mandelbrot'schen Fraktale



Literatur: B. Mandelbrot, Fraktale und Finanzen, 2007

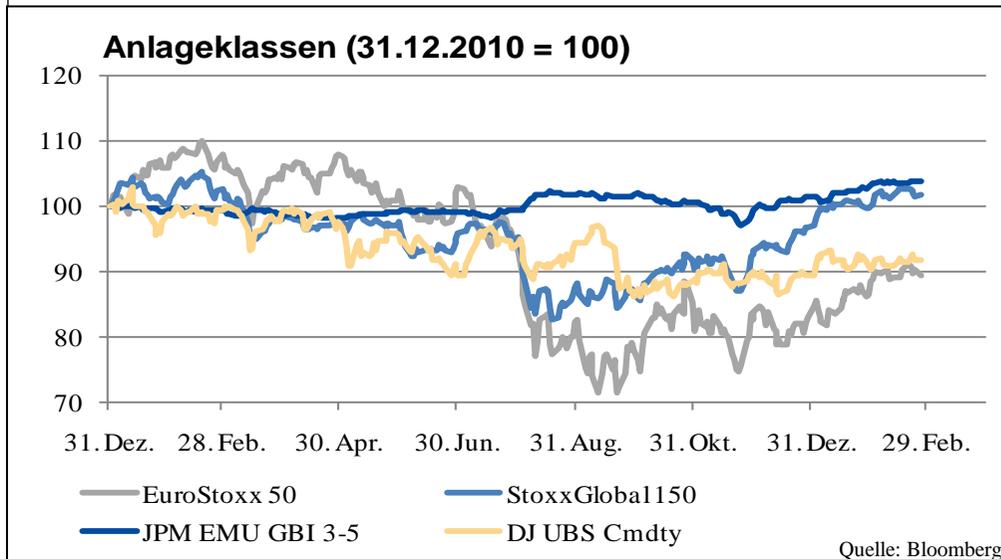
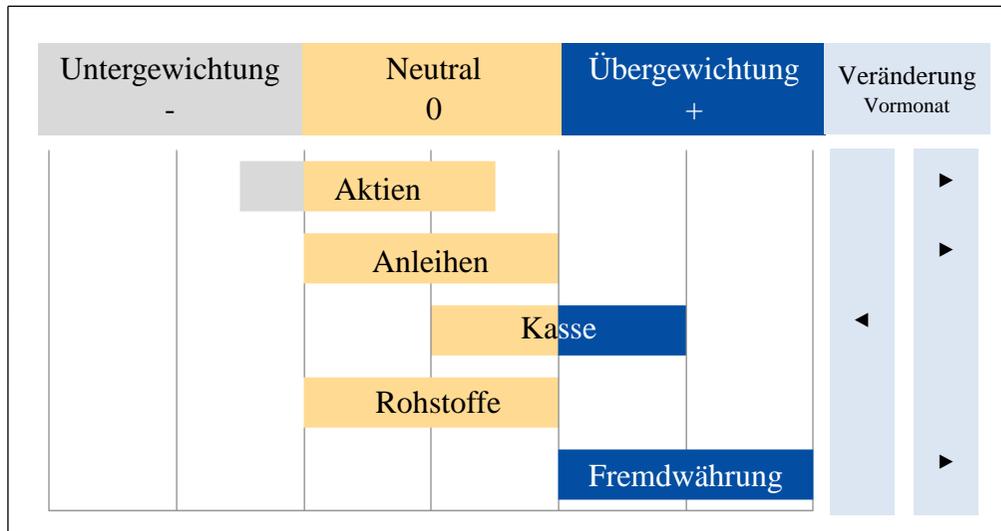


Anlagepolitik

In Aktien nicht mehr voll investiert

Aktienquote antizyklisch reduziert

- **Aktien** mit sehr gutem Jahresauftakt. Aufgrund bestehender Gewinnunsicherheiten marktweite Käufe auf den hohen Niveaus zurückstellen, allenfalls im Kurs zurückgebliebene Aktien mit Perspektive kaufen.
- Ausgeprägtere Schwächephasen zum Aufbau der Quote nutzen, dann vor allem über passive Vehikel. Offenbar hohe Aktienuntergewichtung vieler Investoren steht einer großen Verkaufswelle aber wohl entgegen.
- **Anleihen:** AAA-Staaten unattraktiv (höchstens temporär in einer Kriseneskalation), daher Unternehmensanleihen stark übergewichten (auch solche ohne offizielles Rating).
- Anleihen der EWU-Peripherie: Unternehmen – ja, Staaten – noch nicht. Durationsmaß in diesem Umfeld nur eingeschränkt tauglich. Bonitätsrisiko ist wichtiger.
- **Kasse** in Euro und US-Dollar halten: zur Nutzung von Opportunitäten.
- **Rohstoffe** insgesamt neutral gewichten. Übergewichtung in Gold und Industriemetallen/Energie.
- **Fremdwährungen:** Skandinavien und Dollar-Raum bevorzugen. Schweizer Franken wegen möglicher Anhebung des Mindestkurses meiden. Yen teuer, profitiert von der „Nipponisierung“ der westlichen Geld- und Finanzpolitik.



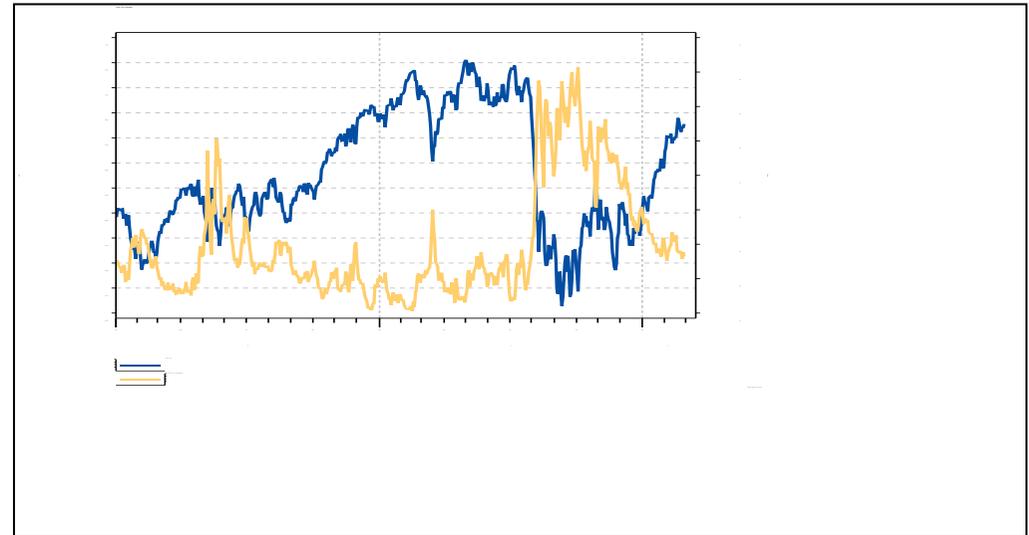


Aktien

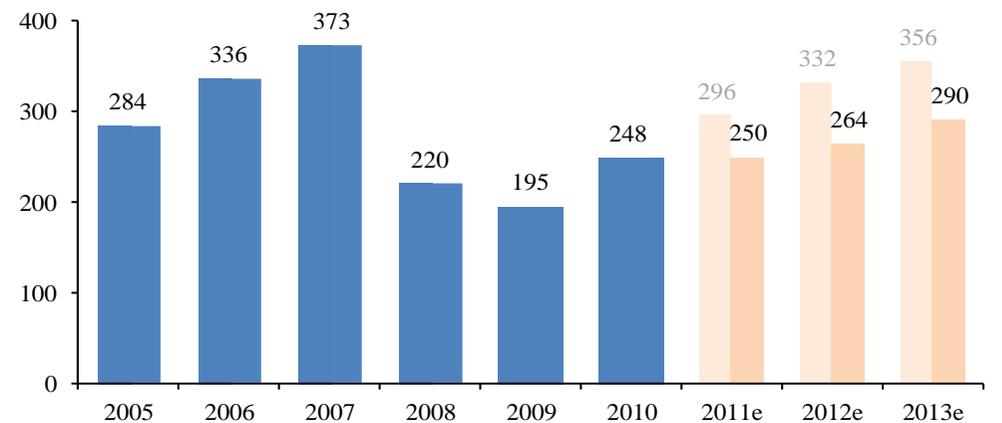
Gewinne als Zünglein an der Waage

Sind die Gewinnerwartungen realistisch?

- Volatilitätsspitzen und Aktienmarkttiefs fallen mit den Unsicherheiten rund um die EWU-Schuldenkrise zusammen. **Abnehmende Volatilität** unterstützt unsere These der bereits erfolgten Bodenbildung an den Aktienmärkten. Kriseneskalationen werden unwahrscheinlicher: die Politik will einen Zerfall der Währungsunion verhindern.
- Trifft diese Annahme zu (wovon wir überzeugt sind), hängt das Wohl und Wehe des Aktienmarktes vor allem an zwei Punkten:
- Erstens: die **Gewinne**. Noch werden für 2012 Gewinnzuwächse erwartet, die Gewinnrevisionen waren in den letzten Monaten vielfach negativ. Dieser Trend scheint nun beendet zu sein. Stabilisieren sich die konjunkturellen Frühindikatoren, sind die Gewinnziele realistisch. Aber: für weitere Kurszuwächse sind Gewinnsteigerungen erforderlich. Das ist kurzfristig unwahrscheinlich. Zweitens: die **Bewertung**. Kurs-Gewinn-Verhältnisse sind sehr niedrig, dass sie ansteigen, ist kurzfristig ebenfalls nicht zu erwarten.
- Die **relative Attraktivität** von Aktien im Vergleich zu Renten wird erst kurswirksam, wenn die Risiken aus der Schuldenkrise und aus dem konjunkturellen Rücksetzer vom Tisch sind. Auf Basis von rechnerischen **Bewertungsmodellen** liegt der EuroStoxx 50 derzeit 25% unter seinem Fair Value. Kurzfristig ist aber nicht mit einer Rückkehr zum fairen Wert zu rechnen.



Gewinnschätzungen für den EuroStoxx50



Quelle: HAAM, hellgelbe Balken: Schätzung vom Mai 2011, dunkelgelb: aktuelle Schätzung.

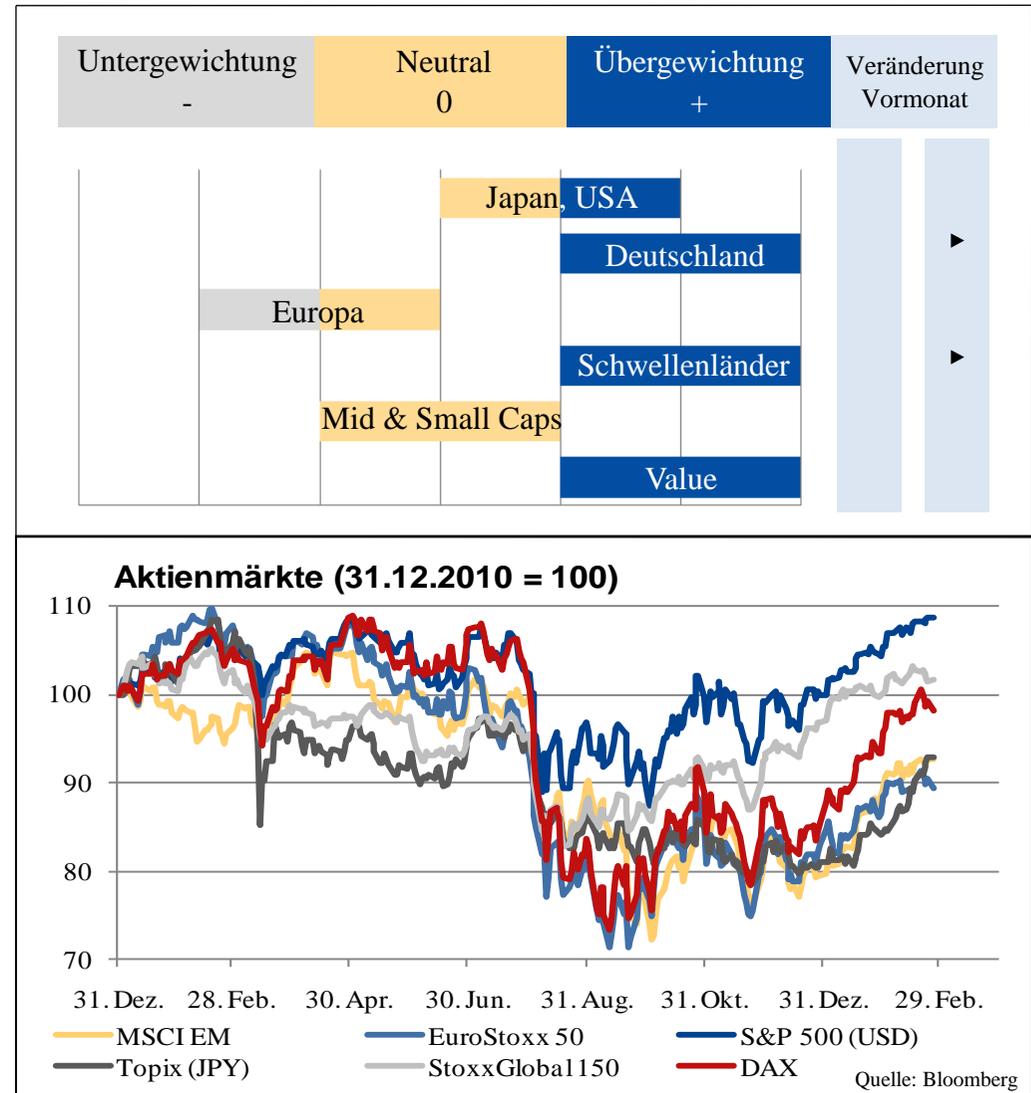


Aktien

Streuung und „Value“ sind wichtig

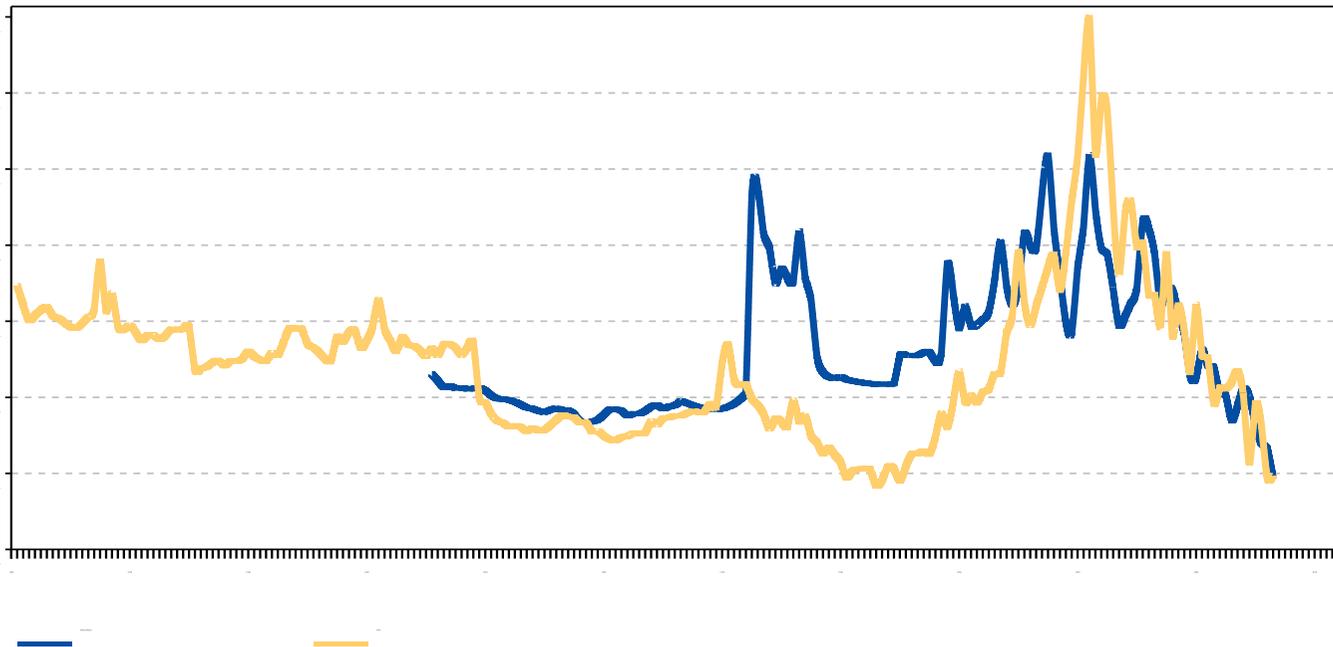
DAX und Emerging Markets übergewichten

- **Amerikanische Aktien** sind die klaren Outperformer. Vor allem dank der extrem expansiven Wirtschaftspolitik und der Nicht-Existenz von Ausfallrisiken bei US-Staatsanleihen. Dieser Trend dürfte noch etwas anhalten. US-Aktienmarkt übergewichten.
- **Europa:** leichtes Untergewicht, aber bei hoher regionaler Differenzierung. International ausgerichtete, zyklische DAX-Werte und Großbritannien (Konsum, Bergbau) übergewichten.
- Zu den Verlierern gehörten lange Zeit: Japan und die **Emerging Markets**. Letztere litten bis vor kurzem unter den hohen Inflationsraten und der restriktiven Geldpolitik. Das Bild ändert sich aber, die Leitzinsen sinken, das gibt positive Aktienmarktimpulse. EM-Aktien dürften gegenüber den DM-Aktien (Developed Markets) nicht mehr weiter underperformen. EM: leicht übergewichten.
- Auch der **japanische** Markt hat technisches Aufholpotential.
- **Selektion** dominiert Branchen- und Länderselektion. Einzelwertselektion nach den Kriterien: Dividende (Höhe und Kontinuität), Verschuldung und Bilanzqualität, Gewinn, internationales Exposure. Klarer **Value-Ansatz**.





Renditen im Sinkflug Der Untergrenze nahe



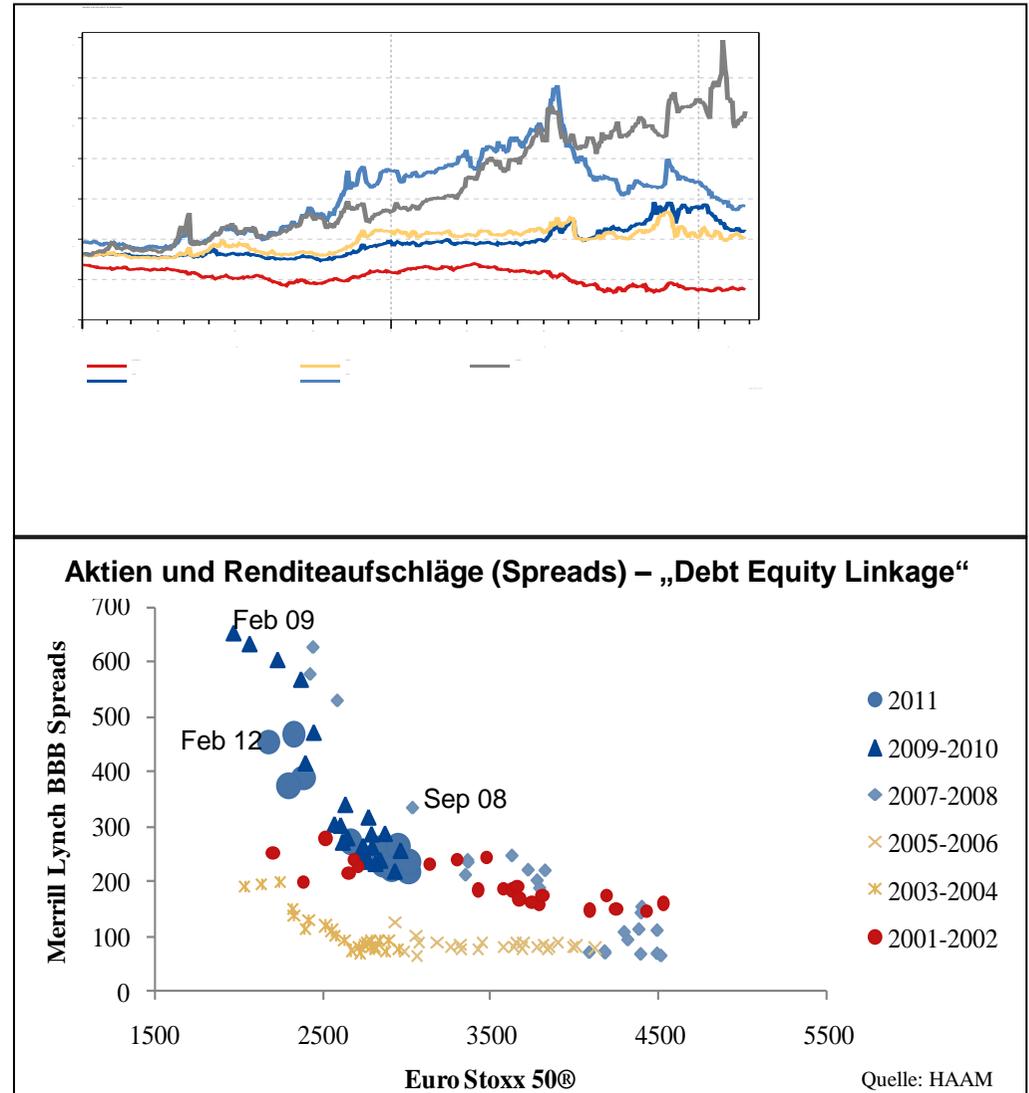


Anleihen

Suche nach Rendite hält an

Bonitätsmanagement ist gefragt

- Die **reale** (inflationsbereinigte) **Rendite** erstklassiger Staatsanleihen ist **negativ**. Steigerung durch:
- Erstens: Staatsanleihen der **EWU-Peripherie**. Unsere Annahme: Schuldenschnitt Griechenlands bleibt die Ausnahme. Daher müssen EWU-Peripherieanleihen perspektivisch in das Anlageuniversum aufgenommen werden. In Q1 2012: hoher Refinanzierungsbedarf von Italien (130 Mrd.), erneute Markt-turbulenzen möglich, guter Einstiegszeitpunkt(!?). EWU-Peripherie-Risiko bereits heute über Unternehmensanleihen von entsprechenden Emittenten im Portfolio.
- Zweitens: **Nicht-Staatsanleihen**, also Pfandbriefe, Anleihen des finanziellen Sektors (Bankanleihen) oder Unternehmensanleihen (Corporates). Bankbasierte Unternehmensfinanzierung wird (u.a. wegen verschärfter Eigenkapitalvorschriften) in kapitalmarkt-basierte Finanzierung gewandelt. **Neue/seltene Emittenten aus dem Unternehmenssektor** werden (mit einer Debut-/Seltenheits-Prämie) an den Markt treten: kaufen. Auch Bankanleihen (insbes. besicherte) nicht übersehen.
- Solange der Aktienmarkt nicht sehr heftig korrigiert, sollten die Renditeaufschläge nicht weiter werden. Die hohe laufende Rendite spricht somit klar für Unternehmensanleihen. Es gilt: Steigende (fallende) Aktienmärkte gehen mit geringeren (höheren) Renditeaufschlägen einher (Debt Equity-Linkage).



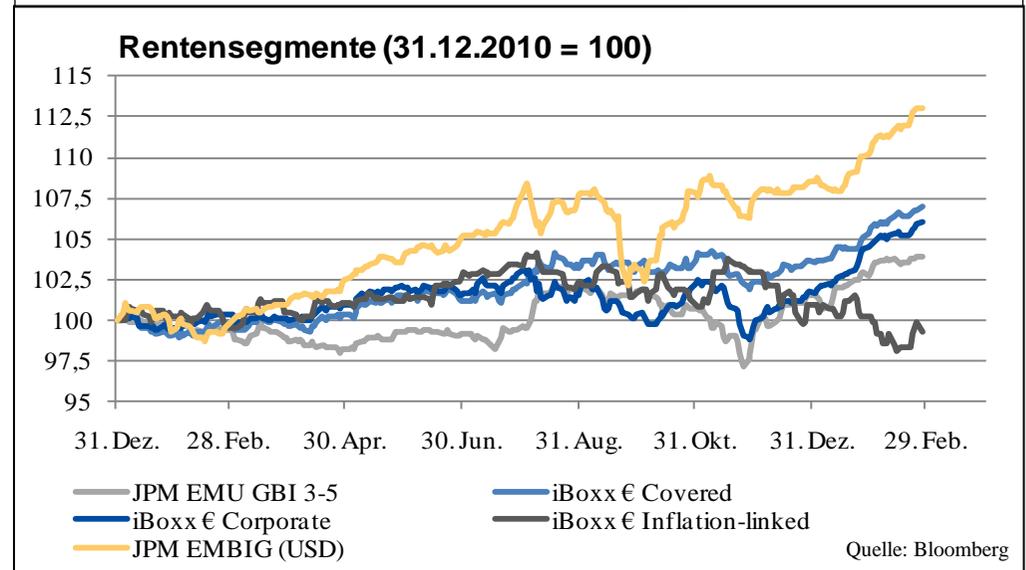
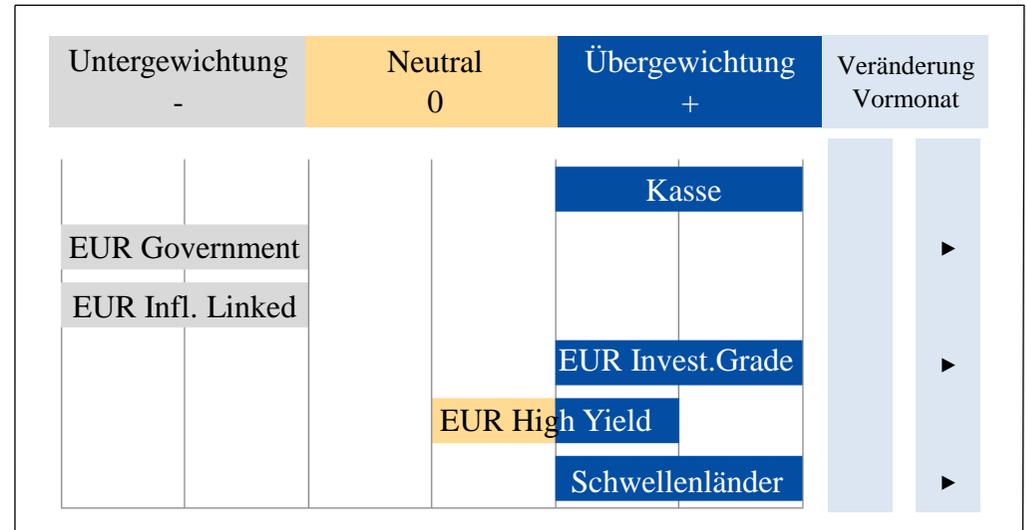


Anleihen

Unternehmen bevorzugen

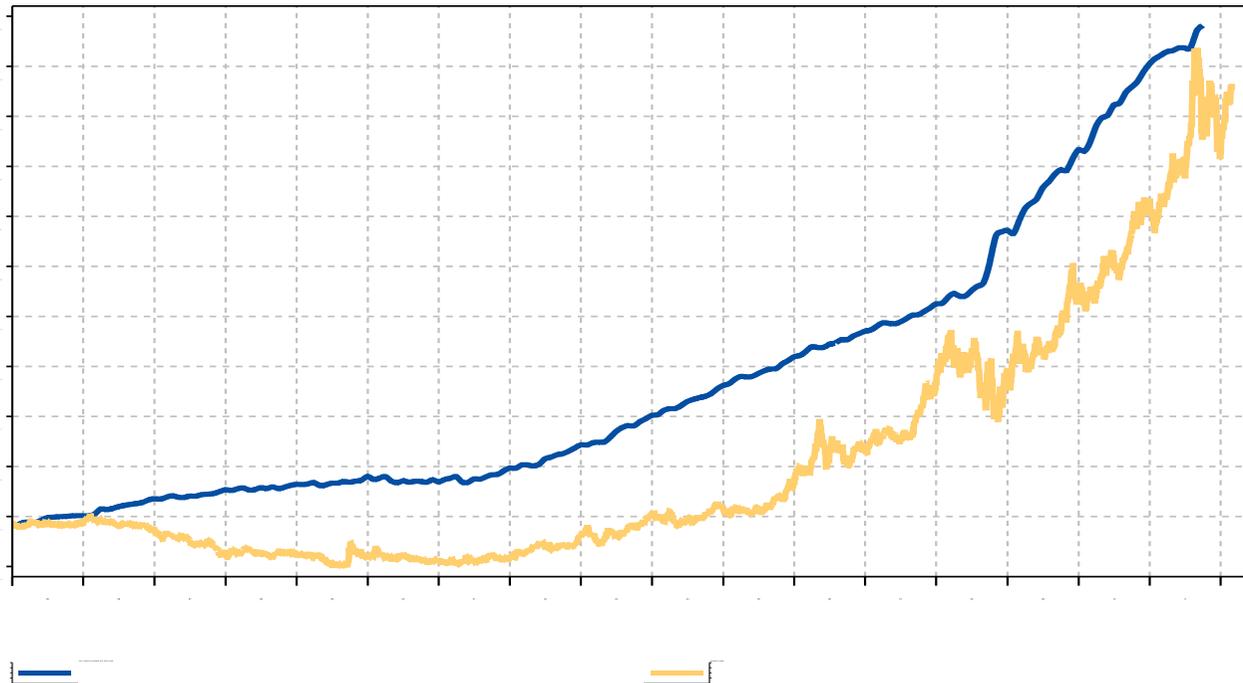
Wem leiht man Geld?

- **Staatsanleihen bester Bonität** unter Renditeaspekten unattraktiv, ihre Rendite ist real negativ. Nur im Krisen-Szenario sind sie erste Wahl.
- **Staatsanleihen der EWU-Peripherie:** kurze Laufzeiten aus Italien und Spanien bei flacher Renditekurve attraktiv. Weitere Schuldenschnitte sollen die Ausnahme bleiben – Spanien und Italien nicht insolvenzgefährdet.
- Aber: Staatsanleihen gegenüber unserer Benchmark JP Morgan EMU Government Bond Index (Gewicht Italien und Spanien ~ 40%) deutlich untergewichtet.
- **Unternehmensanleihen** dagegen übergewichtet: Emittenten mit solider Bilanz und stabilem Cash Flow (auch aus der EWU-Peripherie) bevorzugen. Offizielles Rating nicht erforderlich.
- **Bankschuldverschreibungen:** hoher Kapitalbedarf in 2012 könnte zu Spreadausweitungen führen, erst dann dürften die Risikoprämien fair sein.
- **Pfandbriefe** (öffentliche und Hypotheken) sind aus Risikosicht ein guter Ersatz für Bundesanleihen.
- Anleihen aus den **Schwellenländern** (Investmentfonds): signifikante Mehr-Rendite bei stabilem/besser werdendem Rating, leicht übergewichtet.





Papiergeldversprechen und die einzige Realwährung Gold bleibt „teuer“



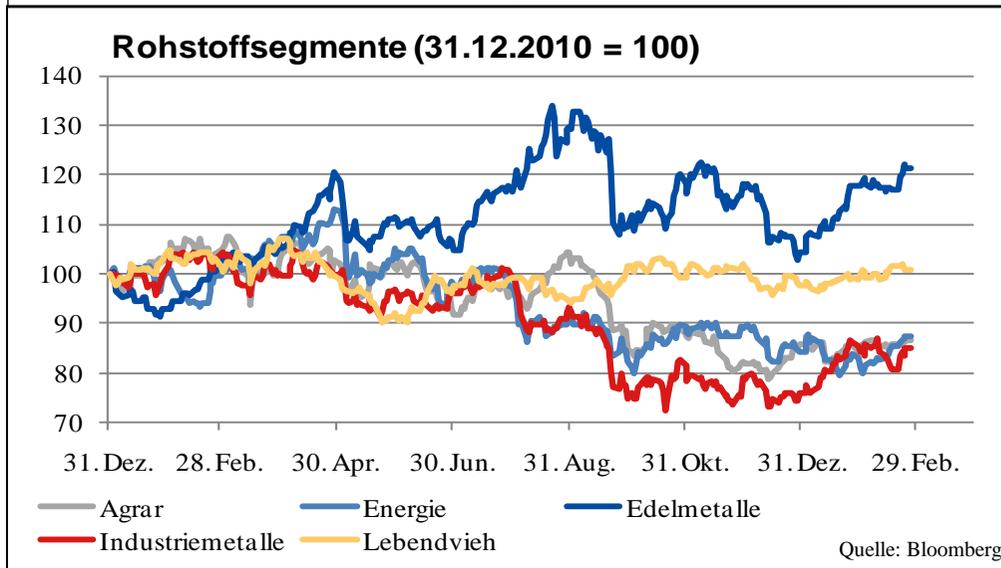
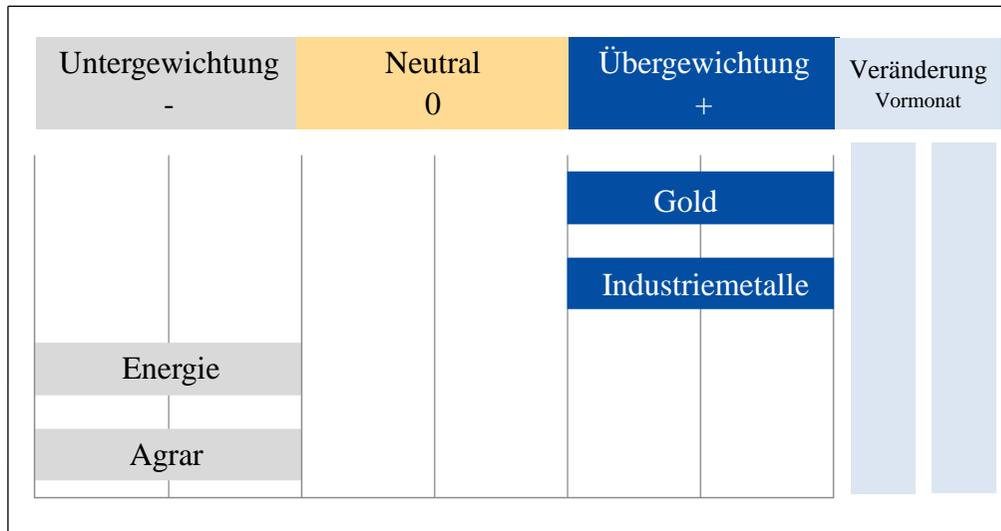


Rohstoffe

Erholungsphase intakt

Metalle mit kräftiger Erholung

- Die Erholungsphase des Rohstoffmarktes ist intakt, der steile charttechnische Abwärtstrend seit Juli 2011 konnte verlassen werden. Kurzfristig könnten allerdings technische Widerstände sowie das derzeitige „Überkauft-Szenario“ einen weiteren Höhenflug aufhalten.
- Die **Edelmetalle** konnten sich deutlich von den Gewinnmitnahmen am Jahresende erholen. Besonders die Fed-Entscheidung, den Leitzins bis in das Jahr 2014 niedrig halten zu wollen, beflügelte die Preise (niedrige Opportunitätskosten, Inflationsangst).
- Der **Energiesektor** ist sehr heterogen; US-Gas ist extrem schwach (-20% seit Jahresbeginn), während Rohöl mit einer geopolitischen Prämie handelt (Iran, Nigeria).
- Ein gesteigerter Risikoappetit sowie zuletzt wieder positive Konjunkturdaten, auch aus China, beflügelten die Preise für **Industriemetalle**, nachdem diese in 2011 stark vernachlässigt worden waren.
- Agrargüter** verhalten sich aktuell sehr volatil, die Notierungen werden von neuen Ernteprognosen und Wettermeldungen (Südamerika, Russland) beeinflusst.
- Gewichtung: weiter neutral.**





Risikoadjustierte Investments

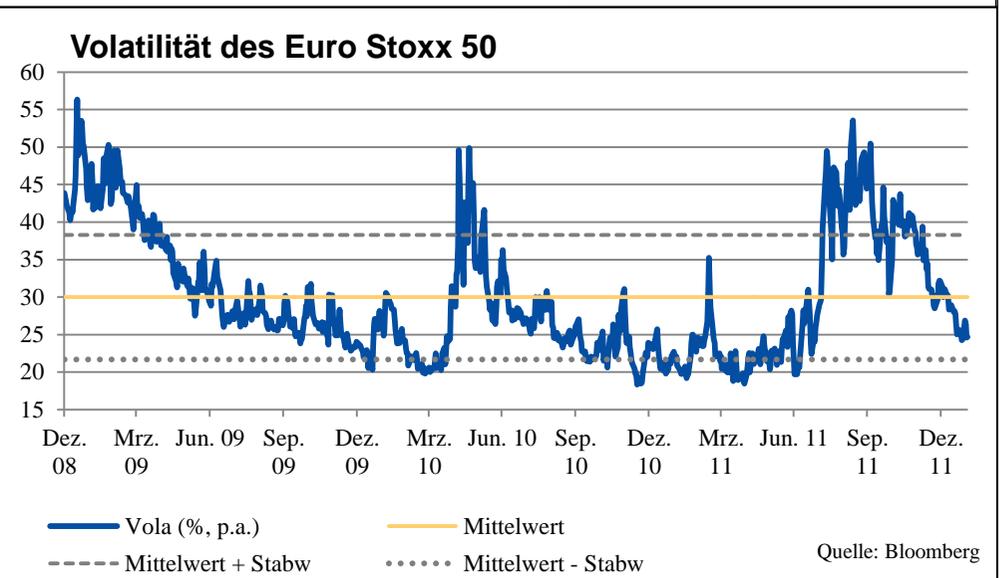
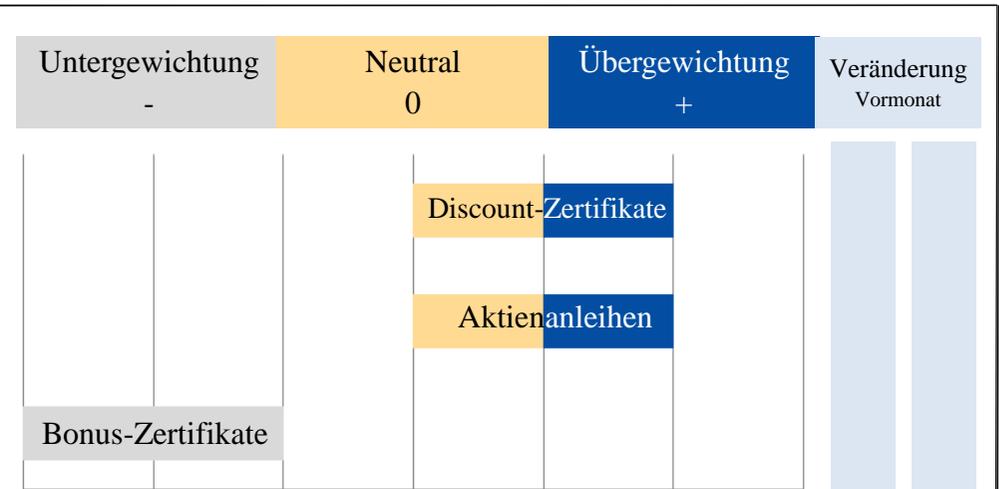
„Volatilitäts-Ampel“ steht auf gelb

Volatilität auf sehr niedrigem Niveau

- Die **Volatilität** des Euro Stoxx 50 Index (DAX analog) hat sich im Zuge der rasanten Kursgewinne sukzessive von knapp 55% im vergangenen September bis auf nunmehr 25% p.a. reduziert.
- Das bedeutet eine erhöhte Vorsicht bei neuen Investments: Denn Discount-Zertifikate bzw. Aktienanleihen sind vor allem bei hoher und danach zurückgehender Volatilität attraktiv. Steigt die Volatilität aber an, drohen hingegen Verluste!
- Unser **Vorgehen**: Niedrigere erzielbare Renditen akzeptieren. Bei noch geringerer Volatilität aber keine Neuengagements mehr tätigen und Gewinnmitnahmen bei Bestandsprodukten vornehmen.
- Aber keinesfalls: übermäßiges Anpassen der Caps nach oben (Discounter weisen dann ein sehr aktienähnliches Kursverhalten auf, Verlustgefahr steigt demzufolge).

Bonuszertifikate meiden

- Bonuszertifikate kommen nicht zum Einsatz. Denn wird die Knock-out-Schwelle erreicht, verfällt die damit verbundene Option wertlos. Solche Zertifikate weisen dann nicht mehr „aktienähnliche Renditen bei rentenähnlichem Risiko“ auf.
- Plötzliche Kurseinbrüche und Volatilitätsexplosionen treffen also Bonus-Zertifikate, die zudem nicht in unserer Benchmark vertreten sind.

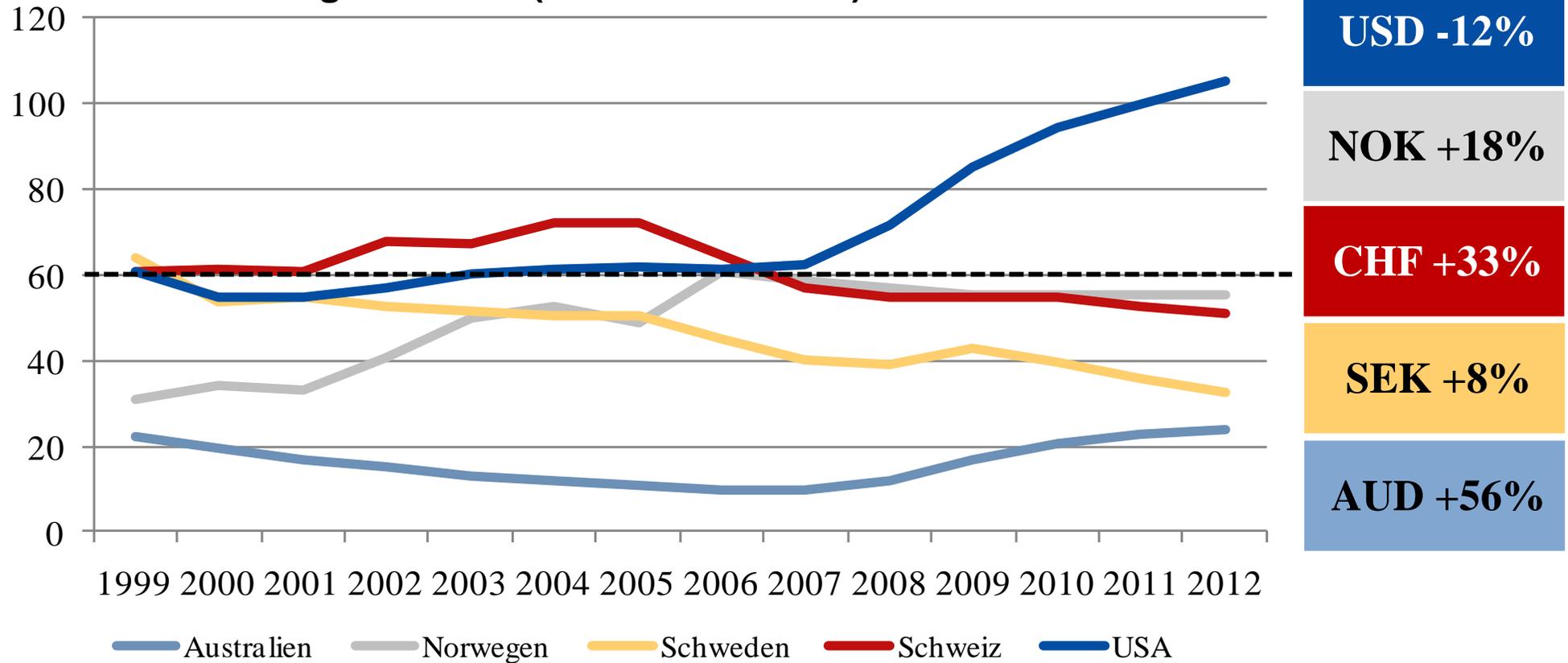




Solidität zahlt sich aus

Währungen als Fieberthermometer eines Landes verstehen

**Staatsverschuldung (% des BIP) und Währungs-
veränderung zum Euro (1999 - 29.02.2012)**



Quelle: IWF, eigene Berechnungen

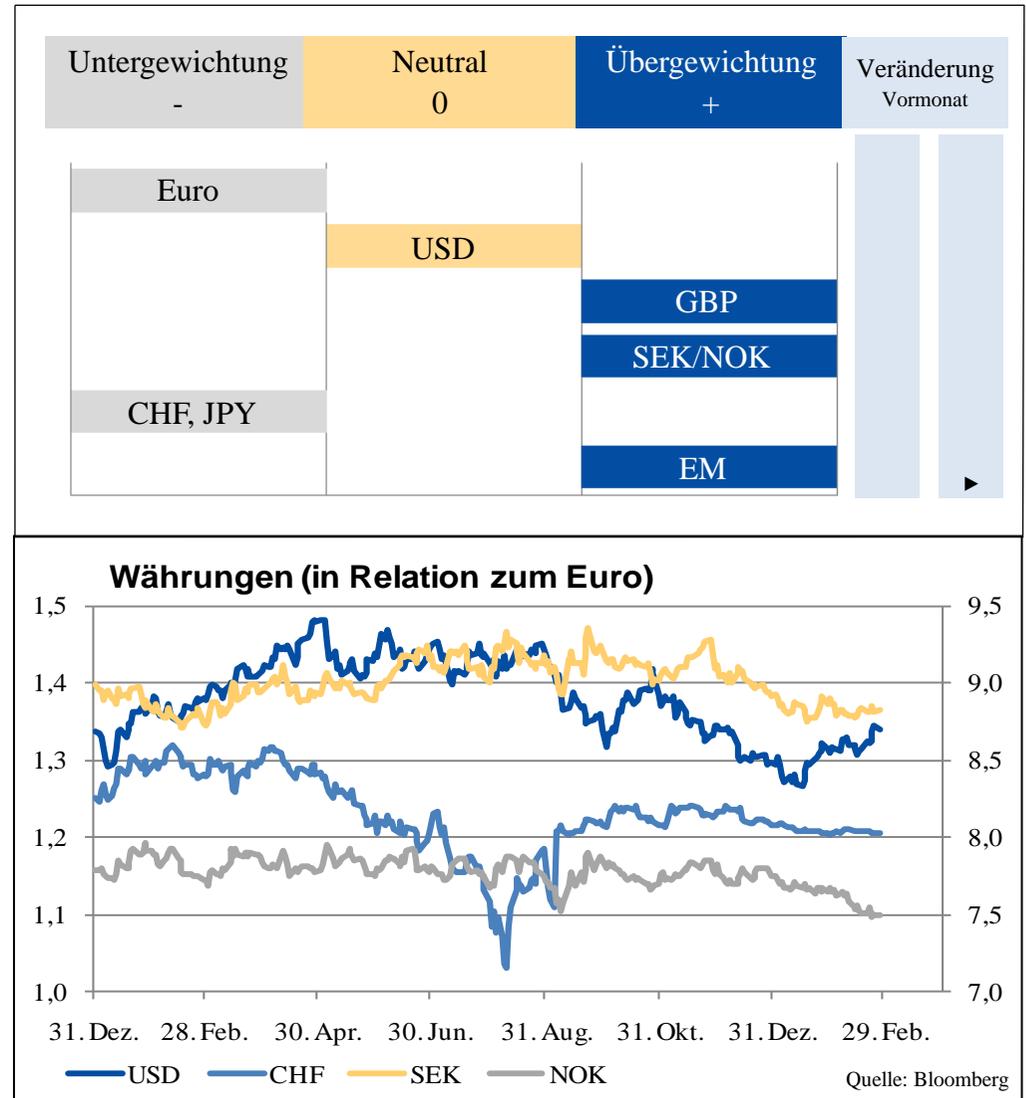


Währungen

Euro-Pessimismus fehl am Platze

Wenig Bewegung in der Triade € · \$ · ¥

- **Allgemein:** Die „Nipponisierung“ der westlichen Geld- und Fiskalpolitik eliminiert den strukturellen Nachteil der japanischen Währung und schwächt andere bedeutende Währungen wie Dollar und Euro. Devisenmarkt eingriffe (z.B. Schweizer Franken) verzerren die Paritäten außerdem.
- **Euro/US-Dollar:** Für den Dollar sprechen seine Funktion als die internationale Leitwährung und sein noch ungebrochener Status als „sicherer Hafen“. Mit der Eindämmung der Schuldenkrise wird dieser Status jedoch weniger wichtig, das schwächt für sich genommen den Dollar.
- **Schweizer Franken:** gekennzeichnet von asymmetrischen Risiken, da eine Anhebung des von der Schweizer Notenbank verteidigten Mindestkurses von 1,20 zum Euro nicht auszuschließen ist.
- **Skandinavische Währungen:** in einem stabilen Seitwärtsband, Chance auf Aufwertung bei sich zuspitzender Euro-Krise.
- **Britisches Pfund:** Verhält sich zum Euro ähnlich wie SEK und NOK.
- **EM-Währungen:** litten in 2011 unter der Flucht in Qualität. Abwertung dürfte z.B. bei Türkischer Lira und Polnischem Zloty zu groß ausgefallen sein – das „Überschießen“ dürfte sich wieder korrigieren.





Fazit

- 1. Keine Angst vor Krisen: Kapitalismus ist instabil und Krisen sind normal.**
- 2. Die neue Politik-Ära: Politik des zu billigen Geldes und finanzielle Repression.**
- 3. Anleger zur Assetklassen-Substitution gezwungen. Risiko: Neue Vermögenspreisblasen.**
- 4. Eigentümerposition ist der Gläubigerposition vorzuziehen.**
- 5. Wenn Gläubiger, dann für Unternehmen. Sie sind in guter Form.**
- 6. Euro zerfällt nicht, kann aber „kleiner“ werden.**



Das Jahr des Drachen ist das Jahr, in dem sich alles zum Besseren wendet.



Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!



Ihr Ansprechpartner



Burkhard Allgeier

Chefvolkswirt & Leiter Portfolio Management

Telefon +49 69 2161-1582, **Fax** +49 69 2161-1622

E-Mail burkhard.allgeier@hauck-aufhaeuser.de



Disclaimer

Sämtliche in diesem Dokument enthaltenen Angaben wurden von uns sorgfältig recherchiert; dabei haben wir zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Dennoch können wir für ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität keine Gewähr übernehmen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen.

Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Erfahrungswerte der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Entwicklungen. Vermögenswerte können sowohl steigen als auch fallen. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.



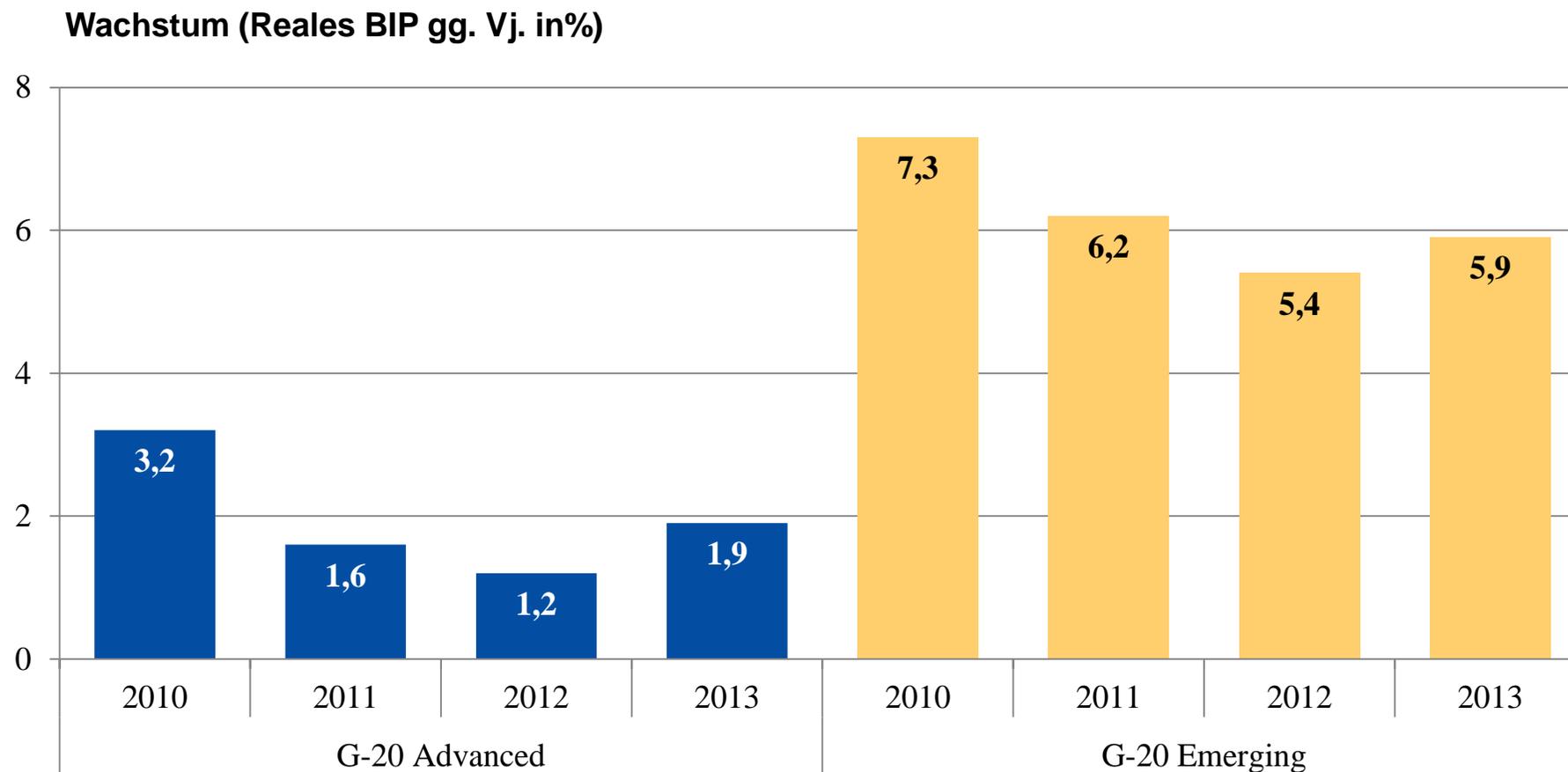


Appendix



Politik-Mix und Konjunktur

Kein Kaputt-Sparen à la Brüning & die globale Machtverschiebung



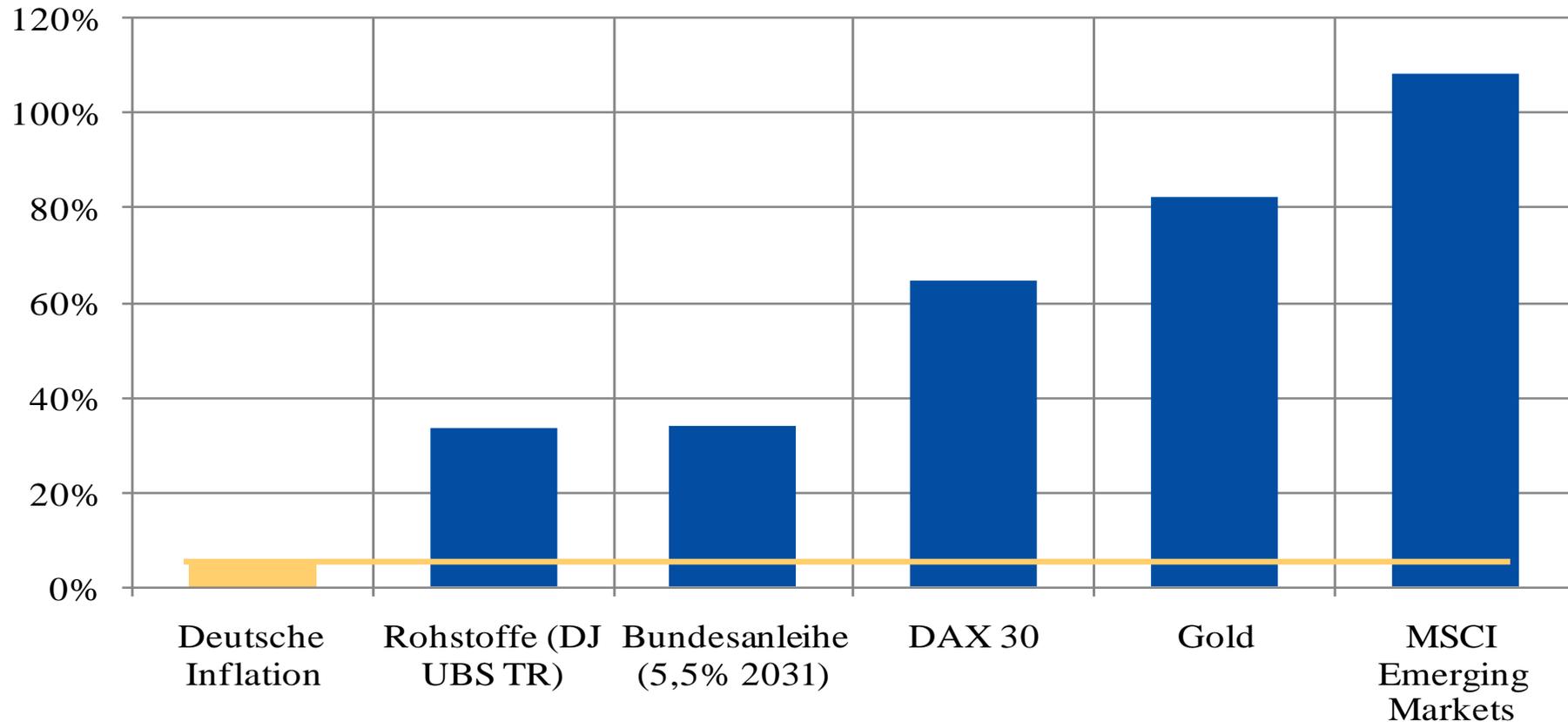
Quelle: IWF, eigene Darstellung



Die neue Inflation: Vermögenspreis-Inflation

„Liquiditätsfalle“ mahnt zur Vorsicht

Vermögenspreis-Inflation seit dem Aktienmarkt-Tief im März 2009
(in Euro, seit 10.03.2009 bis 15.02.2012)

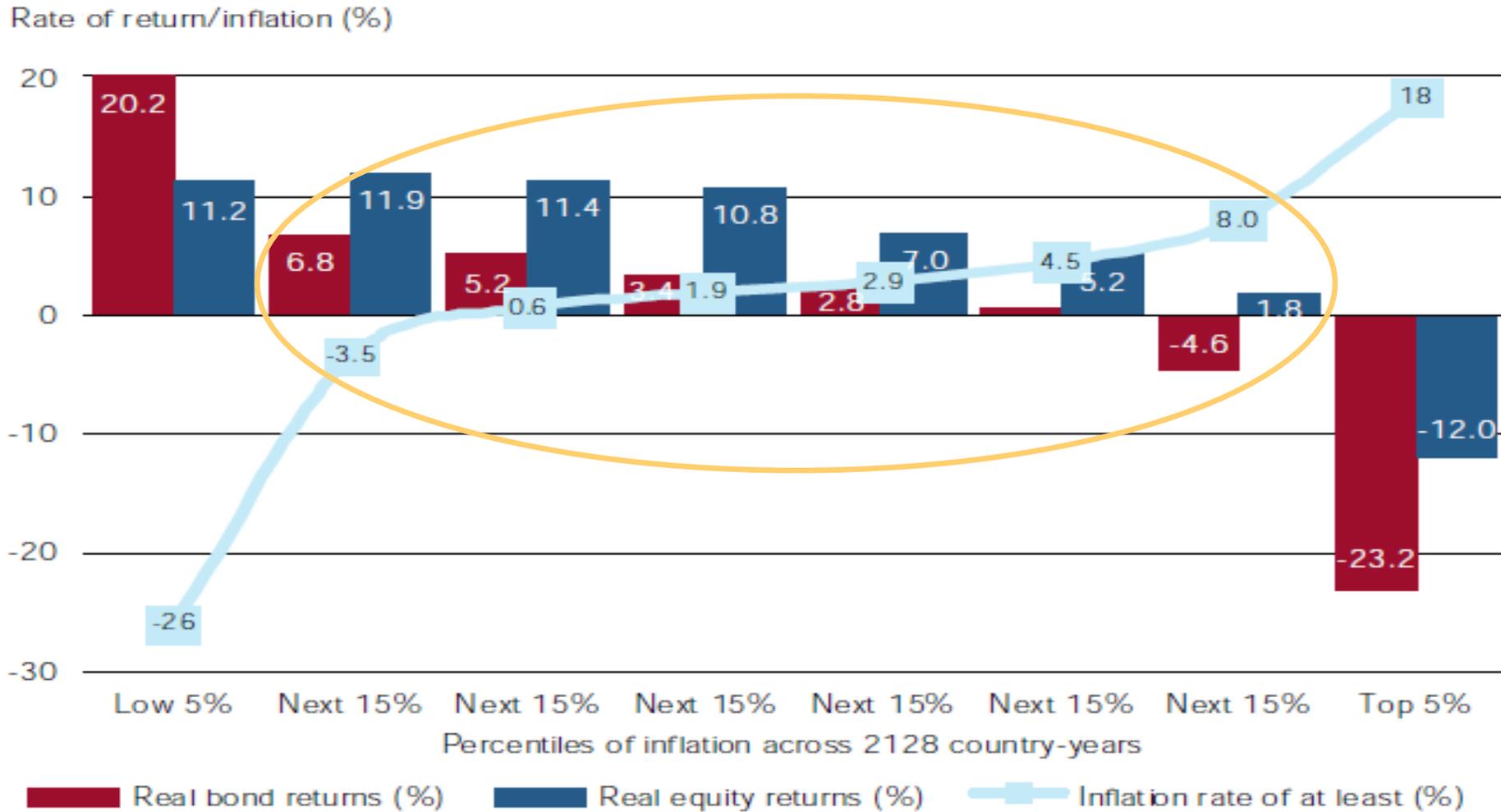


Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung



Reale Erträge von Anleihen und Aktien in Inflationsphasen

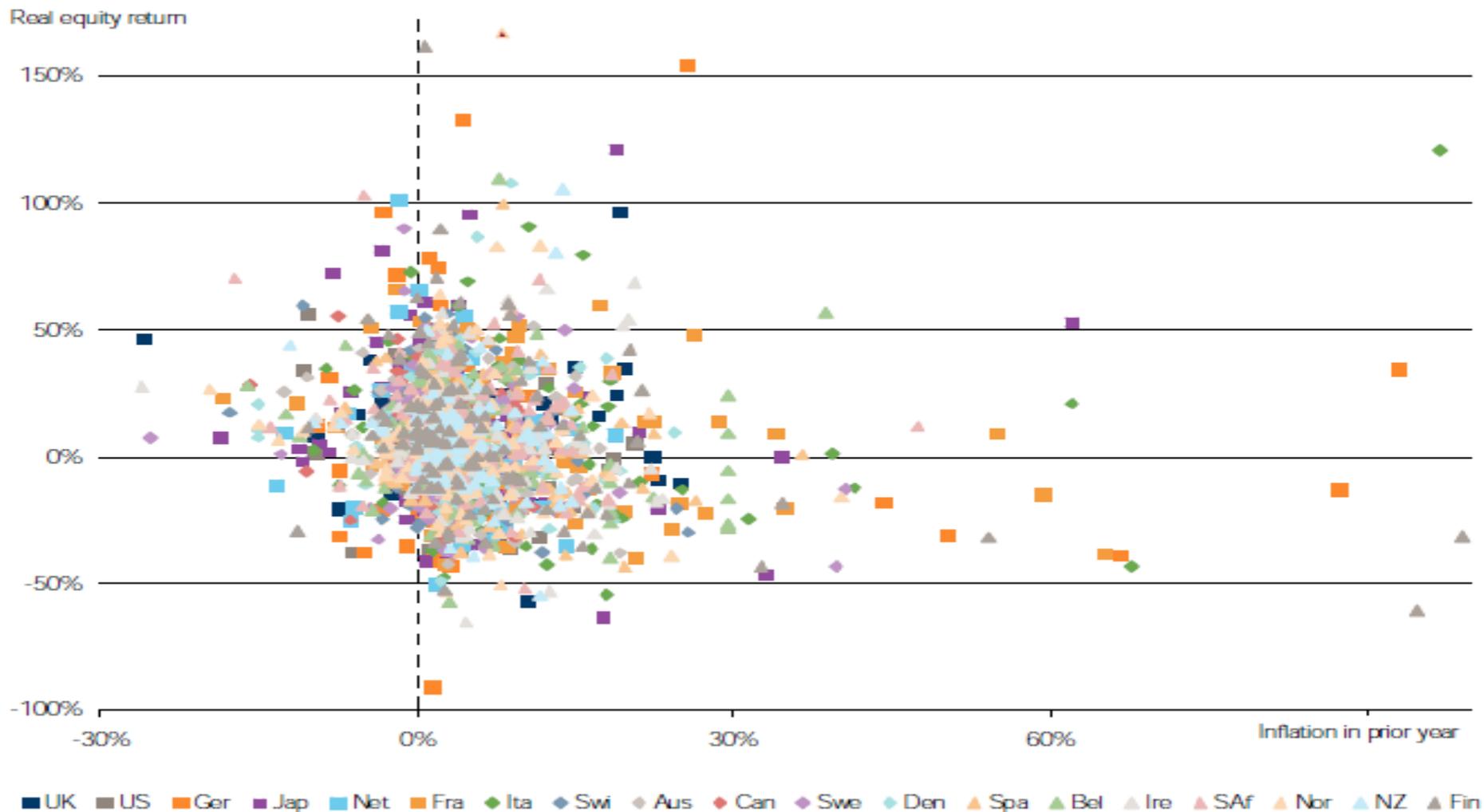
Aktien meist besser



Quelle: Credit Suisse, Global Investment Returns Yearbook 2012



Reale Erträge von Aktien und Inflation im Vorjahr Loser Zusammenhang

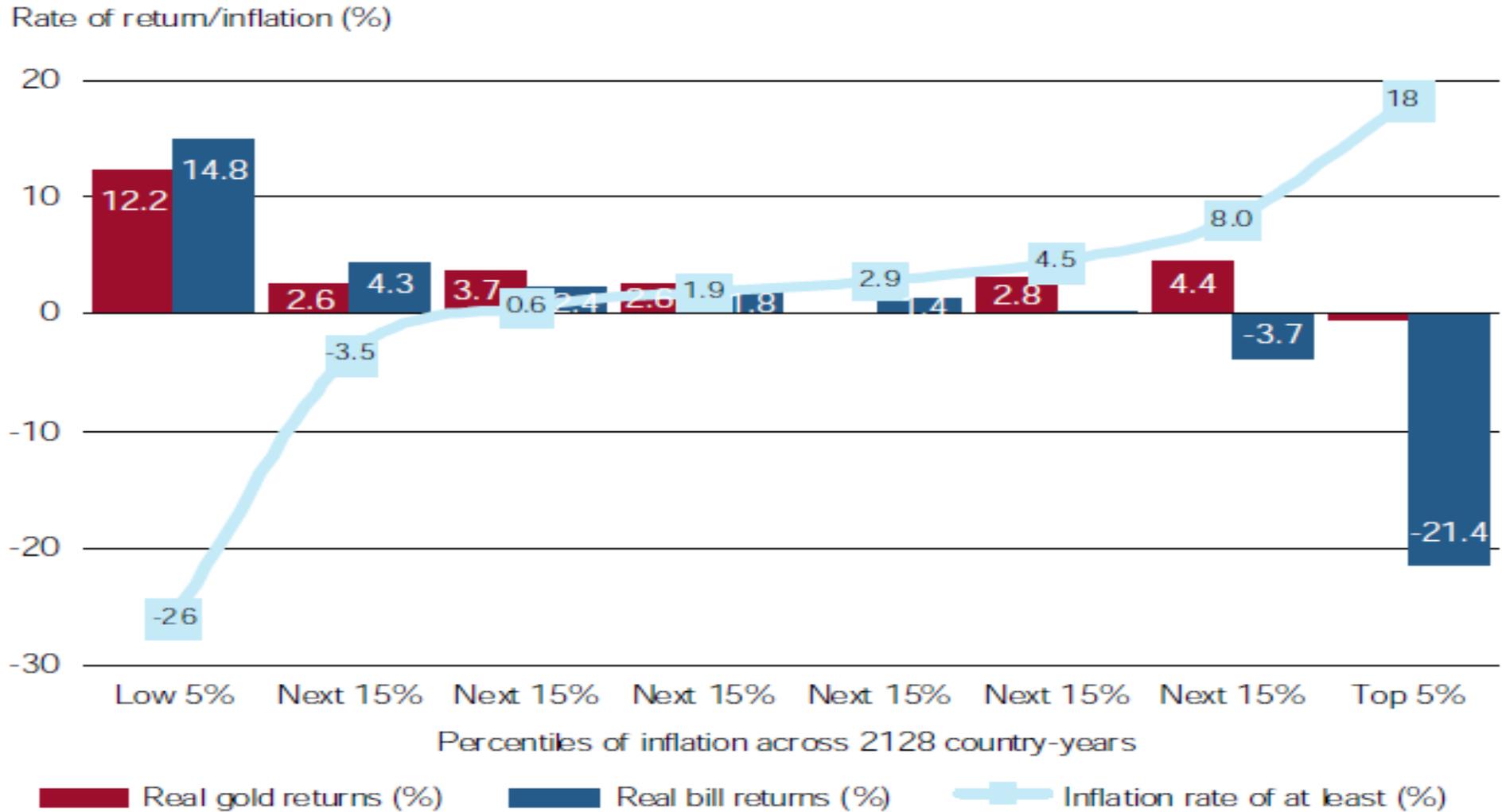


Quelle: Credit Suisse, Global Investment Returns Yearbook 2012



Reale Erträge von Gold und Geldmarkt in Inflationsphasen

Gold als Hedge gegen hohe Inflation



Quelle: Credit Suisse, Global Investment Returns Yearbook 2012