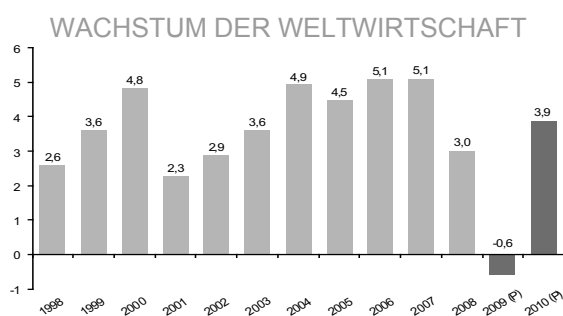


Blickpunkt

Konjunktur: Neue Zugpferde gesucht

2009 brachte der Weltwirtschaft zwar den ersten globalen Rückgang seit Kriegsende, markierte aber zugleich eine kräftige Trendwende nach oben. Allein dieser Schwung wird dafür sorgen, dass 2010 im Jahresdurchschnitt den Industriestaaten wieder respektable Wachstumsraten beschert werden. Das Thema „U- oder L-Rezession“ ist damit vom Tisch, und auch ein ausgeprägter W-förmiger Verlauf mit zweiter Kontraktionsphase hat aus unserer Sicht nur noch geringe Eintrittswahrscheinlichkeit. Die mittelfristigen Perspektiven sind jedoch bescheidener als in früheren Zyklen. Das auf kreditfinanzierten Konsum gegründete „Geschäftsmodell“ der USA kann als gescheitert gelten, die bevorstehende Entschuldung des privaten Sektors wird den Konsum auf Jahre hinaus belasten. Europa wächst schon aus demografischen Gründen nur noch langsam, und einige Staaten kämpfen mit hausgemachten Immobilienkrisen. Japan schliesslich steht schon wieder am Rande einer Deflation. Immerhin werden die Konjunkturprogramme bis weit ins kommende Jahr hinein ihre Wirkung entfalten – der Preis dafür ist eine erhebliche gestiegene Staatsverschuldung. Hierfür wird dem Steuerzahler über kurz oder lang die Rechnung präsentiert werden.



Die Rolle des Motors kommt somit wieder einmal China und den aufstrebenden Schwellenländern Asiens und Lateinamerikas zu. In der Tat wächst dort die Binnenwirtschaft überproportional, ebenso wie der internationale Handel zwischen diesen Volkswirtschaften.

Die Bankensysteme sind dort stabiler als in der westlichen Welt, und die Zahlungsbilanzen weisen Überschüsse auf. Hiervon werden auch die Aktienmärkte der Industriestaaten profitieren, denn die multinationalen Konzerne erwirtschaften stetig wachsende Umsatzbeiträge in diesen Regionen.

Angebot steigt, Nachfrage sinkt

Die Aktienbörse ist vielleicht kein Markt wie jeder andere, aber auch hier spielen Angebot und Nachfrage eine wichtige Rolle. Während im täglichen Handelsgeschäft lediglich die umlaufenden Anteilscheine ihren Besitzer wechseln, können Emissionen, Aktienrückkäufe oder Übernahmen durchaus das Gleichgewicht verschieben. Wie die folgende Analyse auf Basis der von uns erhobenen Daten zeigt, hat sich in der Eurozone im Jahr 2009 erstmals seit langem ein markanter Angebotsüberschuss gebildet. Unsere Erhebung betrachtet dabei nur den Streubesitz der Gesellschaften. Operationen alter oder neuer Grossaktionäre bleiben aussen vor, sofern sie an der Börse vorbei erfolgen.

Magerer IPO-Jahrgang...

Wie angesichts der schwierigen Marktbedingungen zu erwarten war, fiel der Emissionsjahrgang 2009 in der Eurozone äusserst mager aus. Die einzigen in Deutschland geplanten Börsengänge von Hochtief Concessions und Scan Energy wurden abgesagt, als die Dubai-Turbulenzen die Anlegerschaft verunsicherten.

GROSSE BÖRSENGÄNGE 2009 (ANGABEN IN MIO. EUR)

Unternehmen	Land	Volumen
Delta Lloyd	Niederlande	985
CFAO	Frankreich	927
Yoox	Italien	105
Platziertes Volumen 2009 rund		2000

... aber Kapitalerhöhungen in Rekordhöhe

Während es die Börsenneulinge schwer hatten, nahmen die bereits notierten Unternehmen ihre Anteilseigner in Rekordhöhe in Anspruch. Aus den Reihen des DAX traten direkt nur K+S und Infineon an den Markt, indirekt über Wandelanleihen kamen noch Adidas und Salzgitter hinzu. Mit zusammen 24 Mrd. Euro waren Finanzkonzerne – vor allem Banken – deutlich überrepräsentiert. Daneben entfielen knapp zwölf Milliarden auf Versorger. Die Emissionspipeline ist zudem noch gut gefüllt: Mit Volkswagen, UniCredit und Continental haben drei weitere Konzerne für 2010 milliardenschwere Emissionen angekündigt.

Geld für Übernahmen ist knapp...

Stark geschrumpft sind 2009 die Volumina der Übernahmen gegen bar sowie der Paketkäufe. Mehr als die Hälfte der ermittelten Summe von 27 Milliarden Euro ist dabei zudem als „Überlauf“ aus dem Vorjahr zu werten. Geschätzte 15 Milliarden waren nötig, um die von Porsche erworbenen Kaufoptionen auf VW-Stammaktien auszuüben bzw. Vorzugstitel am Markt aufzukaufen. Der zweite grosse Brocken geht ebenfalls auf frühere Aktivitäten zurück. Im Frühjahr brachte die spanische Gas Natural die Übernahme des Konkurrenten Union Fenosa unter Dach und Fach. Dahinter kommen dann nur noch kleine Übernahmen und Arrondierungen. Erstaunlich ist dies nicht: Reine Finanzinvestoren erhalten weder von Banken noch von Anlegern Geld für Unternehmenskäufe, und die grossen Konzerne versuchen in der Wirtschaftskrise vorrangig, ihre Liquidität zu sichern und ihre Verschuldung zu senken.

... und Aktienrückkäufe sind nahezu Fehlanzeige

Fast völlige Fehlanzeige waren Aktienrückkäufe. Unter den Mitgliedern des Euro Stoxx 50 waren lediglich Münchener Rück und Telefonica aktiv. Das Gesamtvolumen lag unter einer Milliarde Euro, während es im Vorjahr noch 35 Milliarden betrug. Hieran dürfte sich so schnell auch noch nichts ändern, die freien Cashflows der Konzerne werden auch 2010 keine grossen Sprünge erlauben.

Vom Nachfrage- zum Angebotsüberschuss...

In der Summe hat sich somit 2009 die Relation zwischen Aktienangebot und –nachfrage gedreht: Aus dem jahrelangen Angebotsdefizit wurde ein Überschuss in zweistelliger Milliardenhöhe.

... auch im Jahr 2010

An dieser ungünstigen Konstellation dürfte sich im kommenden Jahr kaum etwas ändern. Kapitalerhöhungen in zweistelliger Milliardenhöhe sind schon vorprogrammiert. Grössere Platzierungen könnten zudem aus staatlicher Quelle kommen: Die Aktienpakete an Finanzkonzernen, die durch Stützungsmaßnahmen der öffentlichen Hand gebildet wurden, sind ja nicht für die Ewigkeit gedacht. Auf der Nachfrageseite dürfte sich deutlich weniger tun. Für grosse Übernahmen gegen Barzahlung fehlt den Finanzinvestoren – vor allem Private Equity - das Kapital, und Industriekonzerne werden, wenn überhaupt, dann eher mit eigenen Aktien bezahlen. Die Schlussfolgerung liegt auf der Hand: Die Angebots-Nachfrage-Relation zählt zu den Faktoren, die den Aktienmarkt im kommenden Jahr bremsen werden.

Euro Sovereigns Länderkompass

Argentinien	Diesen Monat sollen die Einzelheiten für den Schuldenswap der „Holdouts“ bekannt gegeben werden.
Brasilien	Brasiliens innländische Wirtschaft kommt in Fahrt: Die Einzelhandelsumsätze legten im Oktober um 8,4% (Y-Y) zu.
Bulgarien	Die Anpassungsrezession geht in die nächste Runde: Im dritten Quartal ging das BIP um 5,8% (Y-Y) zurück.
China	Die Binnenkonjunktur wird zur Triebfeder; ablesbar war dies an zuletzt nachlassenden Exporten und zunehmenden Importen.
Kroatien	Auch in Kroatien reduziert sich das ausenwirtschaftliche Ungleichgewicht zu Lasten eines tiefen wirtschaftlichen Abschwungs.
Peru	Die Wachstumsdelle fällt gering aus: Im Jahr 2009 dürfte voraussichtlich eine rote Null zu Buche stehen.
Polen	Polen bleibt mit einem BIP-Zuwachs von 1,7% (Y-Y) die Wachstumslokomotive in Osteuropa.
Rumänien	Nach der Wahl Basescus zum Präsidenten, steht Regierungsbildung an. Dann sind erneute Verhandlungen über Notkredite mit dem IWF möglich.
Russland	Die deutliche gestiegenen Ölpreise könnten das Land schneller als ursprünglich erwartet aus der Krise führen.
Südafrika	Mit einem annualisierten Wachstum von 0,9% im dritten Quartal 2009 nach -3,0 im Vorquartal konnte Südafrika die Rezession beenden.
Tschechien	Das Wahljahr 2010 wird spannend. Es ist jedoch mit einer schwierigen Regierungsbildung zu rechnen.
Türkei	Die Türkei dürfte vor einer beachtlichen wirtschaftlichen Erholung stehen. Das Land schlug sich äusserst gut in der Finanzmarktkrise.
Ungarn	Ein Gesetz, das die Aufnahme von Fremdwährungskrediten beschränkt, soll das Krisenpotential in Zukunft reduzieren.
Venezuela	Die hohe Inflationsrate erschwert die Ankurbelung der innländischen Wirtschaft.

Europa

Aktienmarkt Europa

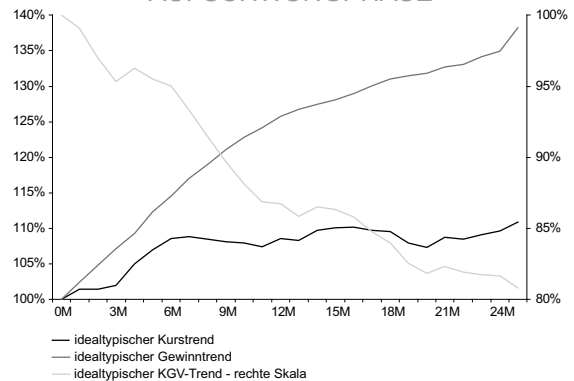
Dubai und Athen lassen Anleger kalt

Als sich die Anleger bereits für die Jahresend-rallye positioniert hatten, wurden sie von den Zahlungsschwierigkeiten Dubais und den Bonitätsproblemen Griechenlands aufgeschreckt. Einige wenige schwache Börsentage genügten jedoch, um diese Themen ausdiskutieren. Der nach den Weltuntergangsszenarien der Finanzkrise zurückgekehrte Optimismus lässt sich – wie die stark zurückgegangene Risikowahrnehmung der Märkte zeigt – offenbar nicht so einfach erschüttern. Dies ist mit Blick auf das kommende Jahr allerdings durchaus kritisch zu werten. Der Grat zwischen grosser Zuversicht und Sorglosigkeit ist oft schmal.

Potenzial in Aufschwungphasen begrenzt

Die vor uns liegende konjunkturelle Aufschwungphase hält an den Börsen allerdings genauso selten negative Überraschungen bereit. Analysiert man sämtliche Aufschwungphasen am amerikanischen Aktienmarkt seit 1871 und bildet hieraus einen Durchschnitt, zeigt sich, dass in dieser Phase sowohl die Unternehmensgewinne als auch die Börsenkurse idealtypisch zulegen können, während sich die in der vorausgegangenen Rezessionsphase stark gestiegenen KGVs deutlich zurückbilden. Der Übergang von einem erwartunggetriebenen hin zu einem von harten Fakten unterlegten Aufschwung verläuft aber nicht friktionsfrei. Im Mittel aller Phasen ging deshalb der Aufwärtsbewegung bereits nach wenigen Monaten etwas die Luft aus, obwohl die Unternehmensgewinne weiter stiegen, und die Börse schwenkte in einen Seitwärtstrend ein.

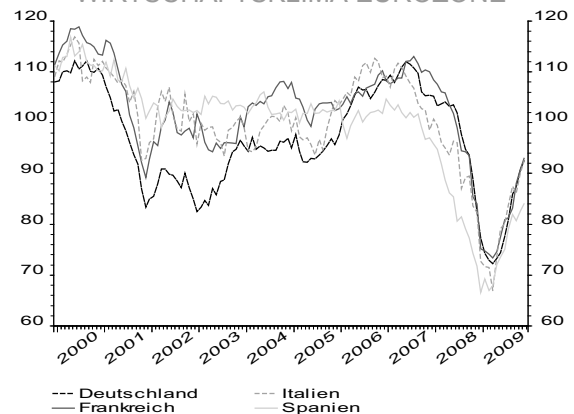
S&P 500 – IDEALTYPISCHE AUFSCHWUNGPHASE



Eurozone-Wirtschaftsklima dynamisch verbessert

Das Wirtschaftsklima in der Eurozone hat sich flächendeckend dynamisch verbessert. Für Italien, Frankreich und Deutschland gilt gleichermaßen, dass die Indikatorwerte von den Tiefs bei knapp über 70 bzw. im Falle von Italien sogar deutlich weniger als 70 Punkten wieder auf Stände von oberhalb von 90 Punkten zurückgekehrt sind. Die Marke von 100 Punkten, welche die Schwelle zwischen Kontraktion und Expansion darstellt, ist damit wieder in Reichweite gerückt. Lediglich Spanien, dessen Wirtschaftsklima ähnlich tief gesunken war wie das von Italien, tut sich etwas schwerer. Dies ist jedoch wenig verwunderlich. Schliesslich ist Spanien neben Grossbritannien das Land in Europa, welches am stärksten mit der Immobilienkrise zu kämpfen hat.

WIRTSCHAFTSKLIMA EUROZONE



Rentenmarkt Europa

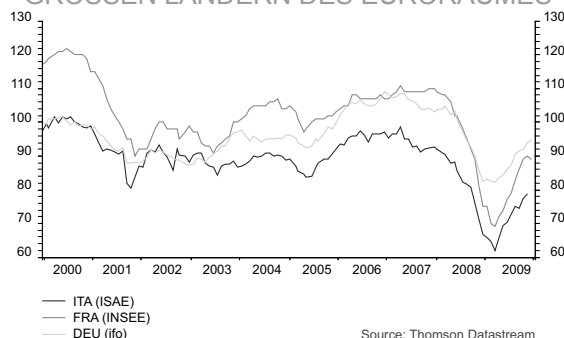
Leichte Rückschläge in der Erholung

Die Konjunkturerholung im Euroraum erlitt zuletzt einen leichten Rückschlag. So sank die Industrieproduktion im Oktober zum Vormonat um 0,6% und damit erstmals seit April wieder. Zum Vorjahreszeitraum betrug das Minus 10,9%. Dies war indes deutlich weniger als im September (-14,0%). Die tendenzielle Erholung der Veränderung zu den Vorjahresmonaten dürfte sich noch bis in die Februarzahlen niederschlagen, da die grossen monatlichen Schrumpfungsraten infolge des Lehman-Zusammenbruchs von Oktober 2008 bis Februar 2009 zu verzeichnen waren.

Frühindikatoren steigen weiter

Weiter aufwärts ging es bei den Frühindikatoren. Die Einkaufsmanagerindizes konnten sowohl für das Verarbeitende Gewerbe (51,6 nach 51,2) als auch für den Dienstleistungssektor (53,7 nach 53,0) weiter zulegen (jeweils flash estimate für Dezember). Allerdings gab es in den grossen Ländern auch Rückschläge. So ist Frankreichs Indikator für die Industriekonjunktur, der INSEE-Index, im Dezember von 90 auf 89 gefallen. Das ifo Geschäftsklima hat in Deutschland indes weiter zugelegt (von 93,9 auf 94,7), während Italien bei Redaktionsschluss für Dezember noch nicht gemeldet hatte.

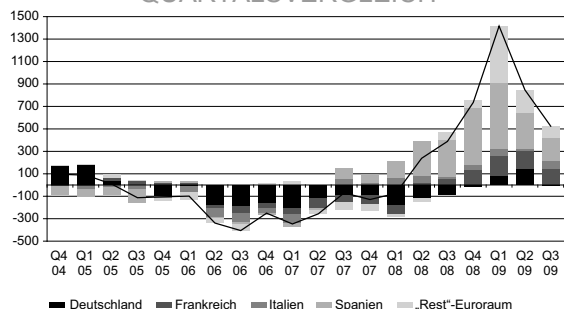
KONJUNKTURINDIKATOREN IN DEN GROSSEN LÄNDERN DES EURORAUMES



Stabilisierung am Arbeitsmarkt?

Am Arbeitsmarkt scheint im Euroraum zumindest eine gewisse Stabilisierung eingetreten zu sein. Im Oktober verharnte die Arbeitslosenquote auf 9,8%. Allerdings divergieren die Zahlen hier zwischen den Ländern sehr. Weiterhin besonders dramatisch ist Spanien betroffen. Die Arbeitslosenquote liegt inzwischen (in Abgrenzung der EU-Kommission) bei 19,3%! In Spanien verschwinden auch nach wie vor die meisten Arbeitsplätze. Insgesamt hat sich aber der Abbau gegenüber dem ersten Quartal 2009 erheblich vermindert. Während damals rund 1,4 Mio. Arbeitsplätze abgebaut wurden, waren es zuletzt nur noch rund eine halbe Million.

EURORAUM: SALDO DER ARBEITSPLATZVERLUSTE IM QUARTALSVERGLEICH

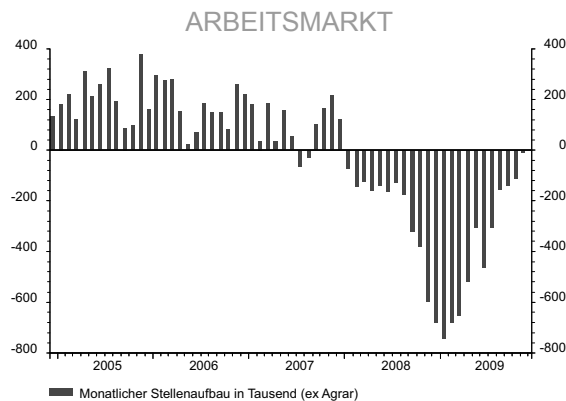


USA

Aktienmarkt USA

Hoffnungssignal vom Arbeitsmarkt

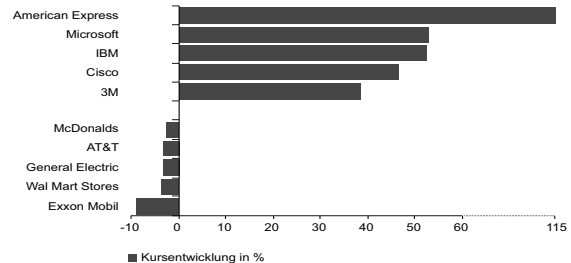
Der jüngst veröffentlichte US-Arbeitsmarktbericht sorgte für eine positive Überraschung. So kam es im November zu einem Abbau von lediglich 11.000 Stellen. Marktteilnehmer hatten im Vorfeld mit deutlich schlechteren Zahlen gerechnet. Auch die beiden Vormonatswerte wurden markant nach oben revidiert. Die auf 10% gesunkene Arbeitslosenquote ist positiv zu werten. Allerdings zeigt der Anstieg der Quote von Langzeitarbeitslosen, dass die Situation weiterhin angespannt bleibt. Zuletzt stieg die Kennzahl auf einen Rekordwert von rund 38%. Angesichts des deutlichen Rückgangs der realen Lohn- und Gehaltssumme und der nach wie vor hohen Verschuldung der privaten Haushalte dürfte der Konsum daher weiterhin unter Druck bleiben. Auch wenn die Konsum- und Investitionstätigkeit eher skeptisch zu sehen ist, sollte im Jahr 2010 aufgrund eines positiven statistischen Überhangs und eines früher als bislang erwarteten Lageraufbaus mit einem BIP-Wachstum von 2% zu rechnen sein.



US-Dollar meldet sich zurück

Der Kursrückgang des US-Dollars, der den Euro zuletzt über die Marke von 1,50 beförderte, erfuhr mit der Bekanntgabe der US-Arbeitsmarktzahlen eine abrupte Umkehr. Der bislang intakte Aufwärtstrend des Euro gegenüber dem US-Dollar hat damit erste Risse bekommen und macht ein Comeback des US-Dollars immer wahrscheinlicher. Fundamental stehen die Ampeln für eine Aufwertung des Greenback ohnehin auf grün. So sprechen sowohl die Differenz der erwarteten Drei-Monats-Geldmarktsätze als auch die Renditedifferenzen bei langlaufenden Staatsanleihen für den US-Dollar. Der US-Dollar wird im Jahr 2010 gegenüber dem Euro an Wert zulegen.

GEWINNER UND VERLIERER DER LETZTEN ZWÖLF MONATE



Technologietitel auf Pole-Position

Die Kombination kräftiger geld- und fiskalpolitischer Massnahmen und die extrem pessimistische Stimmung unter den Anlegern erwiesen sich als fruchtbarer Nährboden für eine beispiellose Rallye am Aktienmarkt. Seit März gewann der Dow Jones rund 60%. Mit einem Kursgewinn von mehr als 100% ragt hierbei der Kreditkartenanbieter American Express heraus. Technologiewerte wie Microsoft, IBM und Cisco verwiesen alle anderen Branchen auf die hinteren Plätze.

Unternehmensgewinne stabilisieren sich

Der Blick auf die letzten Quartalsberichte zeigt, dass sich die Situation bei den Unternehmen stabilisiert hat. Der Abwärtstrend bei den Gewinnen, der bereits im Herbst 2007 begann, gehört der Vergangenheit an. Die besser als erwartet ausgefallenen Ergebnisse sind jedoch grösstenteils auf aggressive Kostensenkungsaktivitäten zurückzuführen, die bereits ausgeschöpft sein dürften. Die verbesserte konjunkturelle Situation sollte jedoch nach und nach für steigende Umsätze sorgen. Der derzeit antizipierte Gewinnanstieg für das Jahr 2010 von rund 25% erscheint daher erreichbar.

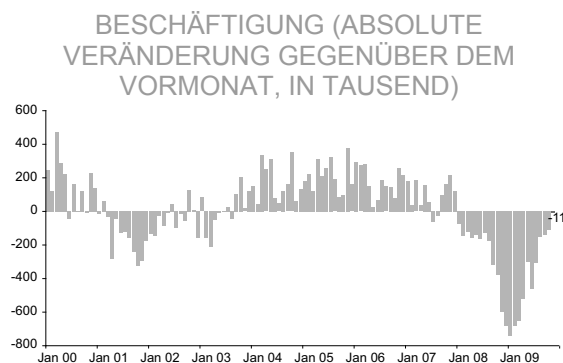
Defensive Werte vor dem Comeback?

Nach dem turbulenten, aber insgesamt freundlichen Aktienjahr 2009 dürfte auch das Börsenjahr 2010 mit einigen Überraschungen – positiv wie negativ – aufwarten. Per saldo bleiben Aktien weiterhin attraktiver als Anleihen. Nach der erfolgreichen Stabilisierung der Weltwirtschaft dürfte sich der Fokus der Aktienanleger tendenziell von den makroökonomischen auf unternehmensspezifische Faktoren verlagern. Qualitätswerte aus den defensiven Reihen, die bislang zu den Underperformern zählten und eine stabile Gewinnentwicklung aufweisen, könnten im Jahr 2010 ein Comeback erleben.

Rentenmarkt USA

Beschäftigungsabbau drastisch verlangsamt

Der US-Arbeitsmarktbericht hatte es mal wieder in sich. Im November 2009 ist der Rückgang der Beschäftigung mit nur noch 11.000 fast zum Erliegen gekommen. Dies war der geringste Stellenabbau seit Dezember 2007. Darüber hinaus fiel der Jobabbau in den beiden vorhergehenden Monaten um insgesamt 159.000 niedriger aus als ursprünglich gemeldet. Die Arbeitslosenquote sank von 10,2% im Oktober auf 10,0% im November. Infolge dieses besser als erwarteten Arbeitsmarktberichtes erhielten die Spekulationen über Leitzinserhöhungen der Federal Reserve neuen Auftrieb, was wiederum die Kurse von lang laufenden Emissionen des US-Schatzamt deutlich unter Druck brachte. Es stellt sich nun die Frage, ob der Novemberbericht nur ein Strohhalm war oder ob die Arbeitslosigkeit von nun an wieder kräftig fallen wird.



Beschäftigungsaufbau wahrscheinlich

Es ist vermutlich keine gewagte Annahme, dass ein relativ grosser Teil der seit dem Frühjahr andauernden Erholung den staatlichen Konjunkturprogrammen geschuldet ist. Insofern ist mit einem konjunkturellen Rückschlag zu rechnen, wenn sich bis zum Auslaufen der Konjunkturprogramme noch kein selbsttragender Aufschwung manifestiert hat. Dies hätte mittelfristig eine nochmalige Belastung des US-Arbeitsmarktes zur Folge. Gleichwohl deutet die Beschäftigung bei Zeitarbeitsfirmen darauf hin, dass die Gesamtbeschäftigung zumindest auf Sicht der nächsten Monate zulegen sollte. Die Beschäftigung bei Zeitarbeitsfirmen ist im November um 52.000 gestiegen. Dies würde für sich genommen in den nächsten zwei bis drei Monaten einen Anstieg der Gesamtbeschäftigung von deutlich über 200.000 pro Monat erwarten lassen.

Arbeitslosenquote zuletzt bei 10%

Auch gemessen anhand der US-Arbeitslosenquote stehen die Zeichen zunächst auf Entspannung. Die US-Arbeitslosenquote lief in der Vergangenheit der Entwicklung der über zwölf Monate kumulierten Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe (jeweils Monatsmittelwerte) etwas nach. Mit dem Anstieg der kumulierten Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe von knapp unter 4 Mio. im Jahr 2007 auf zuletzt 7 Mio. hatte sich auch die Arbeitslosenquote erhöht, und zwar von 4,5% im Mai 2007 auf 10,2% im Oktober 2009. Im November sank die Quote indes – wie bereits oben erwähnt – auf 10,0%.

Japan

Aktienmarkt Japan

Tsunami-Alarm

Noch im ersten Quartal 2009 schien das Inselreich im Strudel der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise unterzugehen. Japan steckte in der schwersten Wirtschaftskrise seit dem Ende des Zweiten Weltkrieges. Die Horrormeldungen aus der Wirtschaft rissen nicht ab. Bis Februar brach der Export gegenüber dem Vorjahr um beinahe 50% und die Industrieproduktion um 38% ein. Grosskonzerne wie Sony und Hitachi schrieben tiefrote Zahlen. Toyota meldete den ersten Verlust seiner Geschichte. Die Exportnation Japan war ebenso wie Deutschland weitaus stärker von der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise betroffen als die anderen Industrieländer.

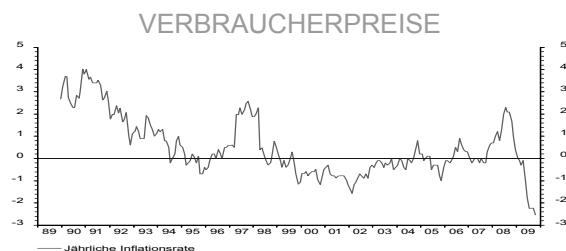
Mit vereinten Kräften

Die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt stemmte sich gleich mit drei Konjunkturpaketen gegen die Rezession. Gleichzeitig sorgten die weltweiten Milliardenprogramme für Impulse. Vor allem China kehrte relativ frühzeitig auf seinen alten Wachstumspfad zurück. Davon profitierte letztendlich der gesamte asiatische Wirtschaftsraum. Mit einem realen Zuwachs von 1,20% auf Quartalsbasis fiel das japanische BIP im dritten Quartal 2009 deutlich stärker aus als erwartet.

Währungskapriolen

Die Anleger honorierten den erfolgreichen Kampf gegen die Rezession zunächst mit deutlichen Kursgewinnen. Seit September 2009 konnte der Nikkei dem Haussezug der Weltaktienmärkte allerdings nicht mehr folgen. Der schier unaufhaltsame Höhenflug der japanischen Währung, die zuletzt ein 14-Jahreshoch gegenüber dem US-Dollar markierte, verschreckte die Investoren. Mit der schwerwiegenden Belastung der Exportwirtschaft sowie den hohen industriellen Überkapazitäten wuchs auf dem Inselreich die Sorge vor einem Abrutschen in eine hartnäckige Deflation. Politische Unstimmigkeiten innerhalb der neuen Regierung versetzten dem Aktienmarkt einen zusätzlichen Schlag. Erst eine konzertierte Aktion zwischen Notenbank und Regierung Anfang Dezember setzte der Abwärtsspirale im Land der aufgehenden Sonne ein Ende. Die Notenbank öffnete erneut die Geldschleusen und die seit August amtierende neue Regierung schnürte ihr erstes Konjunkturpaket.

Die Signale gegen eine Deflationspirale und steigende Zinsen liessen den Yen nachgeben und beflügelten den Aktienmarkt.



D-Faktor belastet

Für das Jahr 2010 sollte sich die moderate Konjunkturerholung fortsetzen. Dank der hohen Industrie- und Exportausrichtung sollte Japan von der anziehenden Weltnachfrage profitieren. Die Yen-Entwicklung dürfte dabei kein Hindernis mehr darstellen. Wenig Hoffnung besteht, dass es der neu gewählten Regierung gelingt, den privaten Konsum nachhaltig zu stimulieren. Die Handlungsspielräume der Regierung sind aufgrund der hohen Staatsverschuldung relativ gering. Inzwischen ist Nippons Schuldenberg auf ca. 190% des BIP angewachsen. Dies entspricht dem höchsten Stand aller Industrieländer. Gegen eine Trendwende beim Konsum spricht auch die demografische Struktur der japanischen Gesellschaft. Die privaten Haushalte in Japan verfügen zwar über enorme Vermögenswerte. Allein die Finanzanlagen belaufen sich auf etwa 11 Bio. Euro. Allerdings ist die wachsende Zahl von Rentnern nicht bereit, es auszugeben.

Nachzügler-Börse

Neben den Privathaushalten sind auch die japanischen Unternehmen relativ solide finanziert. Der Nikkei-Index dürfte den gemeinsamen Schlag von Notenbank und Regierung gegen die deflationären Kräfte mit Unterbrechungen noch einige Zeit feiern, zumal traditionell das Schlussquartal eines Fiskaljahres (31. März) eine überdurchschnittliche Performance aufweist. Eine Trendwende beim Yen gegenüber dem US-Dollar sollte den Unternehmensgewinnen einen zusätzlichen Schub geben und die noch vergleichsweise hohe KGV-Bewertung nach unten drücken. Bezüglich des Kurs-Buchwert-Verhältnisses und der Kurs-Umsatz-Relation ist die Tokioter Börse deutlich günstiger als beispielsweise Dow und DAX.

Rentenmarkt Japan

Tankan in Q4 leicht verbessert

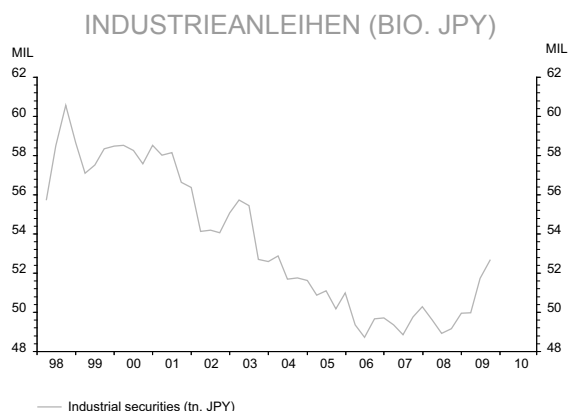
Der von der japanischen Notenbank erhobene Tankan-Index setzte nach dem Absturz auf historische Tiefstwerte Ende 2008 / Anfang 2009 auch im Schlussquartal 2009 seinen Erholungstrend fort und verbesserte sich bei den Grossunternehmen des Verarbeitenden Gewerbes von -33 auf -24 Zähler. 124 Pessimisten stehen damit 100 Optimisten gegenüber. Nichtsdestotrotz bleibt die Stimmungslage innerhalb der japanischen Wirtschaft unter dem Strich damit dennoch angespannt.

Arbeitsmarkt hat Talsohle durchschritten

Nur wenig verbessert präsentiert sich auch die Situation auf dem Arbeitsmarkt. Die Zahl der Unternehmen, die Personal abbauen möchten, übertrifft der Tankan-Umfrage zufolge noch immer deutlich diejenige, die Neueinstellungen planen. Immerhin ist die Talsohle durchschritten. Der „Beschäftigungs-Tankan“ hat ebenso nach oben gedreht wie das Verhältnis „Offene Stellen zu Bewerber“.

Keine Kreditklemme zu beobachten

Die Finanzierungsbedingungen werden der Tankan-Umfrage zufolge dagegen als eher neutral eingestuft. Eine kleine Mehrheit der Grossunternehmen bezeichnete die Finanzierungsbedingungen zuletzt als gut („easy“). Bei den Unternehmen mittlerer Grösse ist das Verhältnis der Beurteilung als „easy“ oder „tight“ mehr oder weniger ausgewogen und damit unproblematisch. Nur Kleinbetriebe sehen sich mit gewissen Restriktionen bei der Aufnahme von Fremdkapital konfrontiert. Unter dem Strich kann von einer Kreditklemme in Japan aber nicht gesprochen werden. Dies belegt auch das zunehmende Emissionsvolumen an Industrielanleihen. Unternehmen nutzen verstärkt den direkten Zugang zum Bondmarkt.



Prognosen

Aktienmärkte und Zinslandschaft

Länder	05.01.2010	Geldmarkt- zins 3 Monate	Rendite 10 Jahre	Wechselkurs zu EUR	Aktienmärkte	
Euroland	05.01.2010	0,72	3,40		Euro Stoxx50	3.012
	31.03.2010	0,85	3,50			3.000
	31.12.2010	1,70	4,10			3.300
					DAX	6.031
						6.000
						6.800
USA	05.01.2010	0,25	3,80	1,45	Dow Jones	10.572
	31.03.2010	0,35	3,60	1,42		10.500
	31.12.2010	1,00	4,30	1,37		11.500
Japan	05.01.2010	0,27	1,33	133	Nikkei225	10.681
	31.03.2010	0,60	1,50	137		10.500
	31.12.2010	0,65	1,85	145		11.000
Großbritannien	05.01.2010	0,61	3,96	0,90		
	31.03.2010	0,70	3,80	0,87		
	31.12.2010	1,20	4,20	0,85		
Schweiz	05.01.2010	0,25	2,05	1,49		
	31.03.2010	0,25	2,20	1,48		
	31.12.2010	0,75	2,80	1,49		
Dänemark	05.01.2010	1,55	3,64	7,44		
	31.03.2010	1,45	3,90	7,46		
	31.12.2010	1,95	4,50	7,46		
Schweden	05.01.2010	0,50	3,46	10,16		
	31.03.2010	1,00	3,90	9,40		
	31.12.2010	1,80	4,30	9,20		
Norwegen	05.01.2010	2,20	4,18	8,23		
	31.03.2010	2,40	4,40	8,05		
	31.12.2010	2,80	4,80	7,90		
Kanada	05.01.2010	0,47	3,60	1,50		
	31.03.2010	0,55	3,60	1,59		
	31.12.2010	1,00	3,80	1,53		
Australien	05.01.2010	4,12	5,70	1,58		
	31.03.2010	4,40	5,60	1,78		
	31.12.2010	5,25	5,75	1,90		

Vermögensverwaltungsstrategien

Unsere fünf traditionellen Strategien im Überblick

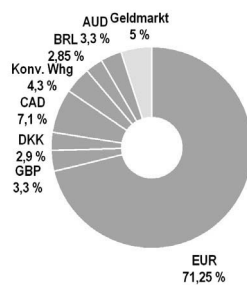
Strategie „Zinsertrag“

Risikoklasse 20 - mittel

Asset Allocation:
100 % Anleihen

Bandbreiten:

- Geldmarkt 0-20 %
- Anleihen 80-100 %
- Aktien 0 %



Die Investition erfolgt ausschließlich in festverzinsliche Instrumente, welche sehr breit diversifiziert werden.

Performance zum 30.11.2009

seit 01.01.2009	5,40 %
seit 30.11.2008	5,64 %
seit 5 Jahren p.a.	2,96 %

Kennzahlen seit 01.01.2003

Gesamterfolg	22,72 %	Sharpe Ratio	0,12
Standardabweichung	2,45 %	Korrelation	0,82

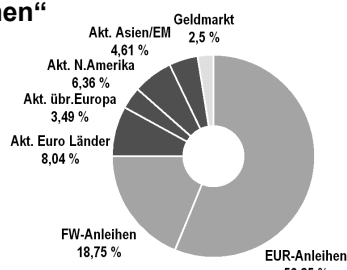
Strategie „Einkommen“

Risikoklasse 20 - mittel

Asset Allocation:
80 % Anleihen
20 % Aktien

Bandbreiten:

- Geldmarkt 0-20 %
- Anleihen 60-80 %
- Aktien 15-25 %



Die Erhaltung des Kapitals und regelmäßige Zinserträge werden angestrebt.

Performance zum 30.11.2009

seit 01.01.2009	10,92 %
seit 30.11.2008	10,07 %
seit 5 Jahren p.a.	3,33 %

Kennzahlen seit 01.01.2003

Gesamterfolg	29,23 %	Sharpe Ratio	0,26
Standardabweichung	4,11 %	Korrelation	0,78

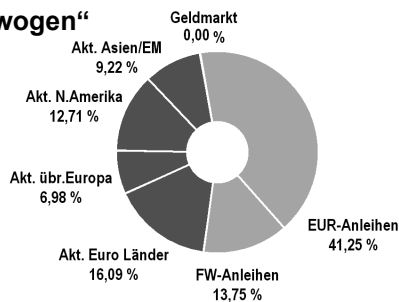
Strategie „Ausgewogen“

Risikoklasse 30 - hoch

Asset Allocation:
60 % Anleihen
40 % Aktien

Bandbreiten:

- Geldmarkt 0-20 %
- Anleihen 40-60 %
- Aktien 30-50 %



Regelmäßiges Zinserträge und Wertzuwachs über Kursgewinne sind das Ziel dieser Strategie.

Performance zum 30.11.2009

seit 01.01.2009	14,96 %
seit 30.11.2008	13,04 %
seit 5 Jahren p.a.	3,08 %

Kennzahlen seit 01.01.2003

Gesamterfolg	30,86 %	Sharpe Ratio	0,17
Standardabweichung	7,12 %	Korrelation	0,86

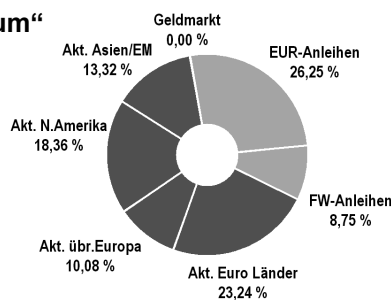
Strategie „Wachstum“

Risikoklasse 30 - hoch

Asset Allocation:
40 % Anleihen
60 % Aktien

Bandbreiten:

- Geldmarkt 0-20 %
- Anleihen 20-40 %
- Aktien 50-70 %



Mit der Anlagestrategie „Wachstum“ liegt der Schwerpunkt auf Wertzuwachs durch Kursgewinne.

Performance zum 30.11.2009

seit 01.01.2009	19,45 %
seit 30.11.2008	16,28 %
seit 5 Jahren p.a.	3,03 %

Kennzahlen seit 01.01.2003

Gesamterfolg	33,49 %	Sharpe Ratio	0,16
Standardabweichung	9,93 %	Korrelation	0,88

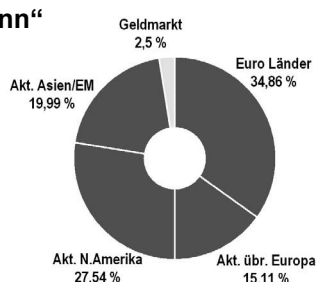
Strategie Kapitalgewinn“

Risikoklasse 30 - hoch

Asset Allocation:
100 % Aktien

Bandbreiten:

- Geldmarkt 0-20 %
- Anleihen 0 %
- Aktien 80-100 %



Längerfristig wird mit der Anlagestrategie „Kapitalgewinn“ hoher Wertzuwachs durch Aktienkursgewinne angestrebt.

Performance zum 30.11.2009

seit 01.01.2009	29,19 %
seit 30.11.2008	23,29 %
seit 5 Jahren p.a.	1,96 %

Kennzahlen seit 01.01.2003

Gesamterfolg	32,92 %	Sharpe Ratio	0,09
Standardabweichung	16,51 %	Korrelation	0,84

Anleihenempfehlung

Anleihen EURO, USD, CAD, GBP, AUD, ZAR

ISIN	Coupon	Titel	Rating	Laufzeit	Kurs	Rendite	Duration	Mindeststücklung
Euro Anleihen								
DE0002760808	4.7500%	KFW	AAA	11.08.2010	102.355	0.60	0.57	1'000 *
XS0110245130	5.6250%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	25.10.2010	103.687	0.80	0.78	1'000 *
XS0376607015	4.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2011	104.462	1.01	1.21	1'000
DE0007243495	4.0000%	DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK	AAA /-	28.04.2011	103.360	1.33	1.25	1'000
FR0010101824	4.0000%	CIE FINANCEMENT FONCIER	AAA /-	21.07.2011	103.590	1.51	1.48	1'000
XS0369461305	5.2500%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	12.12.2011	106.348	1.80	1.86	1'000
XS0411606246	5.2500%	TOYOTA MOTOR CREDIT CORP	AA	03.02.2012	106.035	2.15	1.91	1'000
XS0412988793	3.3750%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	09.02.2012	103.102	1.79	1.98	1'000
FR0010734244	2.3750%	SFEF	AAA	10.03.2012	101.559	1.61	2.08	1'000
DE0001141505	4.0000%	BUNDES OblIGATION	AAA	13.04.2012	105.780	1.36	2.13	1'000
FI0001008165	4.2500%	FINNISH GOVERNMENT	AAA	15.09.2012	106.706	1.63	2.55	1'000
DE0001141513	4.2500%	BUNDES OblIGATION	AAA	12.10.2012	107.180	1.55	2.63	1'000
XS0413810606	4.1250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	20.02.2013	104.716	2.47	2.88	1'000
XS0415624393	4.6250%	ROCHE HLDGS INC	AA-	04.03.2013	106.243	2.51	2.89	1'000
DE0001141521	3.5000%	BUNDES OblIGATION	AAA	12.04.2013	105.230	1.82	3.05	1'000
XS0327177134	4.3750%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2013	106.757	2.13	3.02	1'000
XS0428037666	3.5000%	SANOFI-AVENTIS	AA-	17.05.2013	103.414	2.39	3.14	1'000
NL0001026899	4.2500%	NETHERLANDS GOVERNMENT	AA	15.07.2013	107.464	2.00	3.27	1'000
XS0403964116	3.6250%	OEKB OEST. KONTROLLBANK	AAA	10.12.2013	103.890	2.53	3.70	1'000
XS0414313691	3.5000%	TOTAL CAPITAL SA	AA	27.02.2014	103.278	2.62	3.80	1'000
SI0002102935	4.3750%	REPUBLIKA SLOVENIJA	AA	02.04.2014	106.131	2.77	3.83	1'000
DE0002760931	4.2500%	KFW	AAA	04.07.2014	106.886	2.57	4.09	1'000
AT0000386073	4.3000%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	15.07.2014	107.152	2.53	4.12	1'000
DE000A0TKBMO	5.0000%	BASF FINANCE EUROPE NV	A+	26.09.2014	108.276	3.03	4.27	1'000
AT000A0CL73	3.4000%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	20.10.2014	103.047	2.64	4.45	1'000
FR0010112052	4.0000%	FRANCE (GOVT OF)	AAA	25.10.2014	106.560	2.51	4.42	1'000
ES0000012916	4.4000%	BONOS Y OBLIG DEL ESTADO	AA+	31.01.2015	106.888	2.89	4.48	1'000
FI0001005704	4.2500%	FINNISH GOVERNMENT	AA	04.07.2015	107.609	2.71	4.92	1'000
DE0001381911	3.5000%	LAND HESSEN	AA	04.01.2016	102.692	3.00	5.50	1'000
XS0412988876	4.5000%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	09.02.2016	105.873	3.39	5.26	1'000
XS0413806596	5.1250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	20.02.2017	108.458	3.72	5.92	1'000
DE000A0MFJK5	4.1250%	KFW	AAA	04.07.2017	105.275	3.30	6.48	1'000
XS0308505055	4.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.10.2017	109.051	3.38	6.65	1'000
AT0000385745	4.6500%	REPUBLIK OF AUSTRIA	AAA	15.01.2018	108.138	3.42	6.63	1'000
XS0196448129	4.6250%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2020	107.368	3.72	8.21	1'000
USD Anleihen								
US514890AF97	4.2500%	L-BANK BW FOERDERBANK	AA+	15.09.2010	102.462	0.53	0.66	1'000
XS0172289604	3.5000%	KFW	AAA	15.12.2011	104.390	1.07	1.89	1'000
XS0414059377	2.7500%	BP CAPITAL MARKETS PLC	AA	27.02.2012	102.600	1.31	2.04	1'000
US717081CZ40	4.4500%	PFIZER INC	AA	15.03.2012	106.433	1.43	2.07	1'000
US876167A221	1.8750%	OEKB OEST. KONTROLLBANK	AAA	21.03.2012	101.016	1.34	2.14	1'000
XS0172157876	3.7500%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	15.07.2013	104.591	2.35	3.30	1'000
BE0934531337	4.2500%	BELGIUM KINGDOM	AA+	03.09.2013	106.398	2.37	3.41	1'000
US459056HM24	3.5000%	INTL BK RECON & DEVELOP	AAA	08.10.2013	104.604	2.16	3.51	1'000
US713448BK37	3.7500%	PEPSICO INC	A+	01.03.2014	104.163	2.68	3.82	2'000
US822582AF97	4.0000%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	21.03.2014	105.323	2.65	3.86	2'000
XS0183637635	4.5000%	COUNCIL OF EUROPE	AAA	30.06.2014	107.315	2.69	4.07	1'000
US045167BJ10	4.2500%	ASIAN DEVELOPMENT BANK	AAA	20.10.2014	106.509	2.74	4.34	1'000
XS0347750365	3.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2015	103.740	2.92	4.75	1'000
US000769BH67	4.3750%	KFW	AAA	21.07.2015	106.302	3.08	4.89	1'000
XS0270250138	5.1250%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	05.10.2016	107.193	3.85	5.82	1'000
XS0247659542	5.6250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	16.03.2016	108.064	4.07	5.20	2'000
US000769BY90	4.8750%	KFW	AAA	17.01.2017	107.865	3.58	5.93	1'000
US515110AV64	5.1250%	LANDWIRTSCH. RENTENBANK	AAA	01.02.2017	108.313	3.73	5.93	1'000
CAD Anleihen								
XS0190051945	4.0000%	TOTAL CAPITAL SA	AA	08.12.2010	102.742	0.86	0.90	1'000
XS0197361305	4.7500%	ONTARIO (PROVINCE OF)	AA-	27.07.2011	105.232	1.23	1.49	1'000
XS0414401801	2.5000%	RABOBANK NEDERLAND	AAA	02.03.2012	101.691	1.64	2.06	1'000
XS0211709844	4.3750%	QUEBEC PROVINCE	A+	04.02.2013	105.941	2.30	2.82	1'000
XS0219274908	4.3750%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	13.05.2015	105.721	3.17	4.75	1'000
GBP Anleihen								
XS0122271082	5.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	07.12.2011	107.353	1.49	1.85	1'000
XS0276045951	5.1250%	TOYOTA CREDIT CANADA INC	AA	17.01.2012	105.403	2.14	1.87	1'000
XS0160908249	4.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	14.01.2013	105.807	2.45	2.88	1'000
XS0414238898	3.2500%	KFW	AAA	24.02.2014	100.700	2.98	3.81	1'000
XS0423205524	3.3750%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	08.09.2014	101.602	2.98	4.34	1'000
XS0415625283	5.5000%	ROCHE HLDGS INC	AA-	04.03.2015	107.071	3.83	4.44	5'000
GB0033280339	4.7500%	TSY 4 3/4% 2015	AAA	07.09.2015	108.129	3.16	4.97	1'000
AUD Anleihen								
XS0243977260	5.6250%	RABOBANK NEDERLAND	AAA	01.03.2011	100.443	5.09	1.07	1'000
XS0412228917	4.5000%	RABOBANK NEDERLAND(AUST)	AAA	17.02.2012	98.207	5.38	1.96	1'000
XS0139486079	5.5000%	COUNCIL OF EUROPE	AAA	18.01.2012	100.580	5.08	1.86	1'000
XS0411046351	4.8250%	AUST & NZ BANKING GROUP	AAA	11.02.2013	97.071	5.67	2.81	1'000
AU300EB26033	6.0000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	14.08.2013	100.320	5.70	3.20	1'000
XS0412684647	4.3750%	COMMONWEALTH BANK AUST	AAA	17.02.2014	94.775	5.82	3.68	5'000
AU300LNDRO42	5.7500%	LANDWIRTSCH. RENTENBANK	AAA	21.01.2015	97.671	6.27	4.43	1'000
ZAR Anleihen								
XS032031284	10.0000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	28.01.2011	102.068	7.73	0.95	10'000
XS0225458412	7.2500%	KFW	AAA	03.08.2012	96.668	8.64	2.35	5'000
XS0339249921	10.0000%	KFW	AAA	17.01.2013	103.285	8.66	2.51	5'000
XS0203909485	8.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	04.11.2014	98.068	8.96	4.07	5'000

* Bei Anleihen mit dem Emissionsdatum vor dem 01.03.2001 wird unter bestimmten Voraussetzungen keine EU-Quellensteuer abgezogen.