

Blickpunkt

„Wenn die Geschichte alle Antworten lieferte, würde sich die Forbes-400-Liste der Reichsten der Welt aus Bibliothekaren zusammensetzen.“

Warren Buffett

2009, das Jahr danach

Die Finanzwelt entschied sich, 2009 auf der Staatshilfenwelle zu reiten. Es wurde erkannt, dass die – in der Geschichte einmaligen - geldpolitischen Antworten auf die Krise des vergangenen Jahres einen Absturz in eine Depression verhindern konnten. So hat es heute allen Anschein, dass uns zwei verlorene Jahrzehnte japanischen Musters oder eine veritable Wirtschaftskrise wie in den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts erspart bleiben werden. Trotz zahlreicher Kritik Ewiggestriger und der vielen pessimistischen Stimmen aus dem monetaristischen Lager, die angesichts der hohen Liquiditätsschaffung galoppierende Inflationsraten prophezeien, darf zwölf Monate nach dem Beinahekollaps in aller Ruhe festgehalten werden: Das Schlimmste liegt hinter uns.

So verkündete der Chefvolkswirt des Internationalen Währungsfonds (IWF), Olivier Blanchard, zuletzt bei der Vorstellung des „World Economic Outlook“, dass die meisten Länder im zweiten Halbjahr positive Wachstumsraten zeigten und der IWF deshalb auch seine Prognose vom Frühjahr nach oben korrigieren würde. Die Bestätigung vom breiten Markt war an Entwicklung der Finanzmärkte abzulesen. Mit einer Investition an den Aktienmärkten der grossen Börsenschauplätze dieser Welt verdiente man rund zwanzig Prozent und mit einem verstärkten Engagements in Dividendendpapieren aus den so genannten Schwellenländern sogar deutlich mehr. Das Thema Wachstum der Emerging Markets war ohnehin der wichtigste weltwirtschaftliche Trend des heurigen Jahres.

Mit dem bereits im November 2008 implementierten Konjunkturprogramm legte Chinas Regierung die Basis für eine kräftige Erholung. Während die grossen Industrieländer noch tief in der Krise steckten, expandierte Chinas Wirtschaft in der ersten Hälfte 2009 mit einer Jahresrate von 11%. Das verlieh auch dem übrigen aufstrebenden Asien, aber auch Europa und den USA positive Impulse. Auch in Brasilien, der grössten Volkswirtschaft Lateinamerikas, setzte die Erholung schnell wieder ein. Während in der Asienkrise vor über zehn Jahren die Schwellenländer noch die Ursache der Marktverwerfungen waren, präsentiert sich die Lage heute umgekehrt. Das Zentrum der Krise liegt in den westlichen Industrieländern, die Emerging Countries wirken als Stabilisator.

Generell wurde man für den Mut, in riskantere Vermögensklassen zu investieren, fürstlich belohnt. Ein Beleg dafür ist die Performance der bereits totgesagten sogenannten Satelliteninvestments. Diese Anlagemärkte haben sich bilderbuchmässig von der Finanzkrise erholt. So wurden in den Unternehmensanleihenmärkten sowohl bei den sehr guten als auch bei den schwächeren Schuldnern die Ausweitung der Renditedifferenz seit dem Kollaps der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers wieder wettgemacht. Wer rechnete noch zu Jahresbeginn damit, dass man mit Obligationen von Topadressen eine Rendite von rund fünfzehn und mit Anlagen in Junk Bonds einen Ertrag von über fünfzig Prozent generieren konnte. Das zeigt, dass viele Unternehmen ihre fundamentale Position verbessern konnten und in den letzten beiden Jahren grosse Flexibilität im Umgang mit der schwierigen Wirtschaftslage bewiesen. Selbst ein Engagement in Anleihen der Staaten, die ihre deutliche Mehrausgaben am Kapitalmarkt refinanzieren mussten, wodurch sich das grössere Angebot deshalb per se negativ auf die Preise hätte durchschlagen müssen, rechnete sich für den Investor. Auch hier wurden die Erwartungen mit einer Performance von rund fünf Prozent deutlich übertroffen.

2009, das Jahr davor

Die gute Nachricht lautet also: Die Weltwirtschaft ist nicht untergegangen. Offensichtlich führte die hohe Vernetzung der einzelnen Volkswirtschaften, medial oftmals als Globalisierungsfalle verunglimpft, zu einer höheren Stabilität. Der internationalen Wirtschaftspolitik stehen nun allerdings neue Herausforderungen bevor. In Folge der expansiven Geld- und Fiskalpolitik sitzen die öffentlichen Haushalte auf gigantischen Schuldenbergen. Noch sind die Zinsen tief, zu denen sich die Staaten das Geld auf den Finanzmärkten beschaffen können. Es bedarf also einer glaubwürdigen Notenbankpolitik, um die künftigen Defizite zu begrenzen. Dies würde denn auch in der Zukunft tiefere Zinsen nach sich ziehen. Und weil die Zinsen von heute hoch mit den Zinsen von morgen korrelieren, kann eine glaubwürdige Haushaltsstrategie die Zinsen tief halten und verhindern, dass der Wirtschaftsaufschwung abgewürgt wird. Die Notenbanken sind in der Tat bemüht, die Verwerfungen an den Kapitalmärkten minimal zu halten. Die Exitstrategie kann durch drei Massnahmen umgesetzt werden. Die Verantwortlichen können ihre Anleihenkäufe einstellen, die Überschussliquidität reduzieren und in einem dritten und letzten Schritt die Zinsen erhöhen. Die Umsetzung dieser Handlungen erwartet uns im Laufe des nächsten Jahres, der Verlauf der wirtschaftlichen Erholung wird dabei das Timing der Transaktionen bestimmen.

Die Frage der Investoren richtet sich nun in erster Linie nach den Auswirkungen des Ausstiegs der Zentralbanken aus der derzeitigen extremen Geldpolitik in Bezug auf die weitere Entwicklung der Anlagemärkte.

Die Frage ist brisant, geht doch die Mehrheit der Marktbeobachter davon aus, dass es sich bei den Aktien, neben der Gewinnentwicklung, alles um den Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung durch die Notenbank dreht. Dadurch würden die festverzinsten Investitionen attraktiver und erhöhten deshalb das Risiko, sich in Dividendenpapiere zu engagieren. Tiefere Kursnotierungen an den Börsen wären die logische Konsequenz. Hier können wir jedoch optimistisch in die Zukunft blicken. Gemäss einer Studie der Deutschen Bank kam es in der Vergangenheit in sechs von acht Phasen, in welchen die amerikanische Notenbank ihre Zinsen erhöhte, zu keinen nennenswerten Einbussen am Aktienmarkt. In diesen sechs Beobachtungszeiträumen stieg der S&P 500-Index im Zeitraum drei Monate vor bis sechs Monate nach dem ersten Zinsschritt um durchschnittlich 13,87%. So kam es lediglich nach der ersten Ölkrise Mitte der Siebziger Jahre in Folge der ersten Zinserhöhung zu tieferen Kursen an den Börsen, die jedoch durch den Inflationsschock, der aggressiv bekämpft werden musste, begründet war. Der zweite Event, nach welchem es zu (allerdings nur leicht) tieferen Notierungen kam, war während des Anleihenausverkaufs im Jahr 1994. Beide Szenarien können vom heutigen Standpunkt aus gesehen ausgeschlossen werden. Zum einen verhindert die hohe Arbeitslosigkeit und die noch immer tiefen Lagerbestände einen inflationären Druck und auch die bereits heute grosse, sehr selten zu beobachtende Differenz zwischen den kurz- und langfristigen Zinsen wird vom Markt nicht mehr viel weiter akzentuiert werden.

Die Anleger bevorzugen in diesem Umfeld Aktien gegenüber Obligationen. Die Kombination zwischen tiefen Zinsen und positivem Wirtschaftswachstum, dass die Angelsachsen als „Sweet Spot“ bezeichnen, spricht für diese Assetklasse. Ein weiteres Argument sind die nach wie vor hohen Liquiditätsbestände. Die meisten Investoren sind noch stark unterinvestiert und werden angesichts der tiefen Zinsniveaus ihre Mittel nach und nach an den Börsen platzieren. Dort treffen sie auf moderate Kursniveaus und Dividendenrenditen, die es durchaus mit der Verzinsung von Unternehmensanleihen aufnehmen können. In diesem Umfeld wird auch die Nachfrage nach Rohstoffen und Immobilienaktien hoch bleiben. Allerdings sollten die Anleger ein wenig Geduld mitbringen. Der Übergang von einer Liquiditäts- zur fundamental untermauerten Hausse verläuft an den Börsen nicht immer reibungslos.

Eine ungebrochene Fortsetzung zu erwarten, wäre natürlich vermessen. Doch die Verstärkung des Konjunkturaufschwungs wird den Rahmen für das Börsenjahr 2010 vorgeben.

Rezession-Start	Rezession-Ende	Erste Zinserhöhung der amerikanischen Notenbanken	Performance des S&P 500 ¹
Aug. 57	Apr. 58	Jul. 58	26.20%
Apr. 60	Feb. 61	Jul. 61	9.80%
Dez. 69	Nov. 70	Mär. 72	8.30%
Nov. 73	Mär. 75	Dez. 76	-7.00%
Jän. 80	Jul. 80	Aug. 80	13.60%
Jul. 81	Nov. 82	Mär. 83	15.70%
Jul. 90	Mär. 91	Feb. 94	-1.70%
Mär. 01	Nov. 01	Jun. 04	9.60%

Quelle: Deutsche Bank Research

¹ Im Zeitraum drei Monate vor bis sechs Monate nach dem ersten Zinsschritt

Volkswirtschaftliche Daten

Euroland

Die Wirtschaftsleistung in Euroland wuchs im dritten Quartal um 0,40% an. Der Vergleich zum Vorjahr bleibt negativ (-4% Y/Y), hatte sich gegenüber den ersten Hochrechnungen in Folge anziehender Exporte leicht verbessert. Aber auch Deutschland, die grösste Volkswirtschaft der Eurozone, kämpft mit einer nur zögerlich anlaufenden Konjunkturerholung. Die Lebenshaltungskosten in den 16 Euroländern sind im Dezember so stark gestiegen wie seit Februar nicht mehr. Die Verbraucherpreise legten im Sog des gestiegenen Ölpreises um 0,90% im Vergleich zum Vorjahr zu. Die Geldmenge M3 schrumpfte im November um 0,20%. Erstmals seit Einführung des Euro schrumpfte die für die Europäische Zentralbank wichtige Geldmenge M3. Durchschnittlich wuchs die Geldmenge M3 in den letzten drei Monaten um 0,60%. Sorgenkind bleibt weiterhin die geringe Kreditvergabe, aber auch hier sind Lichtblicke in Teilbereichen zu verzeichnen. Im November zog die Gesamtproduktion um 1% an. Noch im Oktober wurde die Produktion um 0,30% (revidiert von -0,60%) gedrosselt. Auf die Jahresveränderungsrate hatte der doppelt so hoch als erwartet ausgefallene Anstieg deutliche Auswirkungen (-7,10% Y/Y, Vormonat -10,90% Y/Y). Beim deutschen Stimmungsindikator hielt der Aufwärtstrend an. Der Ifo-Geschäftsklimaindex erreichte mit 94,70 den höchsten Wert seit August 2008 und stieg das 9. Mal in Folge.

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE INDIKATOREN – EUROLAND

Indikator	Periode	aktueller Wert	Wert Vorperiode
BIP	Q3 2009	0,40% Q-Q -4,00% Y-Y	-0,10% Q-Q -4,80% Y-Y
Inflation	Dezember 09	0,90% Jahresrate	0,50% Jahresrate
Geldmenge M3	November 09	-0,20%	0,30%
Industrie- produktion	November 09	1,10% zum Vormonat	-0,30% zum Vormonat
Ifo-Index	Dezember 09	94,70	93,90
Verbraucher- vertrauen	Dezember 09	-16	-17

Quelle: Datastream

USA

Erstmals seit einem Jahr verzeichnete die US-Wirtschaft BIP-Wachstum. Somit ist per Definition die Rezession beendet. Die Impulse der staatlichen Pakete wirkten sich positiv aus. Ursprünglich wurde von einem Wachstum von 3,50% und dann von 2,80% ausgegangen. Die ursprünglich prognostizierte Erholung wurde durch unerwartet kräftige Rückgänge bei den Investitionen und den anhaltenden Lagerabbau gedämpft. Im November stiegen die Verbraucherpreise wie erwartet um 1,80% an. Zum Vormonat war die Teuerung auf Grund höherer Energiekosten um 0,40% gewachsen. Nach der kurzfristigen Erholung im November wurden ausserhalb der Landwirtschaft im Dezember wieder mehr Jobs abgebaut. Im Jahr 2009 wurden 4,20 Millionen Stellen in den USA gestrichen. Die Arbeitslosenquote verharrte bei 10%. Die Industrieproduktion legte im Dezember um 0,60% zu und traf exakt die Schätzungen im Vorfeld. Die Versorger profitierten von der kalten Jahreszeit. Dies wirkte sich auch positiv auf die Kapazitätsauslastung aus, die auf 72% angestiegen ist. Das Verbrauchervertrauen stieg im Dezember erneut und verbuchte insgesamt den höchsten Stand seit September 2009.

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE INDIKATOREN – USA

Indikator	Periode	aktueller Wert	Wert Vorperiode
BIP	Q3 2009	2,20% Jahresrate	-0,70% Jahresrate
Inflation	Dezember 09	2,70% Jahresrate	1,80% Jahresrate
Neu geschaffene Arbeits- plätze	Dezember 09	-85.000	-11.000
Industrie- produktion	Dezember 09	0,60% zum Vormonat	0,60% zum Vormonat
Auslastung	Dezember 09	72,00%	71,50%
Verbrau- cher- vertrauen (Uni Michi- gan)	Dezember 09	72,50	67,40
Einkaufs- managerin- dex (ISM)	Dezember 09	50,10	48,70

Quelle: Datastream

Die Konsumenten schätzten zwar die Aussichten für die Wirtschaft besser ein, aber erwarteten keine dramatischen Verbesserungen in Hinblick auf deren Vermögenssituation. Jedoch im Vergleich zum Vorjahr hat sich der Indikator um rund 10 Punkte verbessert. Aber nach dem kurzzeitigen Einbruch im November kletterte der Indikator im Dezember wieder in Richtung Septemberebene. Beide ISM-Indizes sind wieder über der Expansionsschwelle. Der ISM für das verarbeitende Gewerbe erreichte den höchsten Stand seit April 2006. Der Service Index (ISM-Index für Dienstleistungen) kehrte wieder in die Wachstumszone zurück.

Japan

Das Bruttoinlandsprodukt legte im dritten Quartal nach endgültigen Berechnungen um 0,30% zu (revidiert von 0,60% und 1,20%). Im Vorfeld gingen die Experten von einem höheren Wachstum aus. Das Output-Gap wurde auf -7% (von -6,70%) revidiert, nachdem in Q3 eine geringere Kapazitätsauslastung gemessen wurde. Das Output-Gap stellt ein Barometer für Inflationsdruck dar und näherte sich dem Rekordhoch von -7,50% Anfang des letzten Jahres. Das Output-Gap misst generell die Abweichung des tatsächlichen Bruttoinlandsprodukts zur möglichen Wirtschaftsleistung bei Vollauslastung. Die Teuerungsrate sank auf -2,30%. Insgesamt war dies der neunte negative Wert hintereinander. Die Kernrate gab im November (ein Monat Verzögerung) um 1,70% im Vergleich zum Vorjahr nach. Eines der wichtigsten japanischen Stimmungsbarometer - der von der Bank of Japan veröffentlichte Tankan-Bericht - erholte sich im vierten Quartal auf -24 Punkte. Auf 100 Optimisten kommen immer noch 124 Pessimisten. Im Vorquartal belief sich der Stimmungsindex der japanischen Grossunternehmen noch auf -33 Punkte. Die Kreditvergabe an Firmen hatte sich zuletzt kaum verbessert. Die Analysten rechnen mit einer Stagnation für die nächsten Quartale und gehen davon aus, dass die Unternehmen ihre Investitionsbereitschaft weiterhin zurückfahren werden (Kürzung der Investitionsausgaben bis 30% erwartet). Die erwartete Entwicklung der Binnenwirtschaft überzeugt ebenfalls nicht vom Gegenteil.

Die japanische Industrieproduktion zog im November um 2,20% (revidiert von 2,60%) an. Die Kapazitätsauslastung erholte sich auf 83,10% im November. Angekurbelt wurde die Produktion vor allem von der steigenden Nachfrage im In- und Ausland nach Automobilen und Elektronik. Die Prognosen für Dezember und Jänner sind optimistisch. Das Verbrauchervertrauen gab erneut nach. Nach einem monatelangen Erholungstrend errechnete sich der Indikator im Dezember bei 37,60 und war den zweiten Monat in Folge rückläufig.

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE INDIKATOREN – JAPAN

Indikator	Periode	aktueller Wert	Wert Vorperiode
BIP	Q3 2009	0,30% Q-Q	0,70% Q-Q
Inflation (Grossraum Tokio)	Dezember 09	-2,27% zum Vorjahr	-2,17% zum Vorjahr
Tankan	Q4 2009	-24	-33
Industrieproduktion	November 09	2,21% zum Vormonat	0,47% zum Vormonat
Verbrauchervertrauen	Dezember 09	37,60	39,50

Quelle: Datastream

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE DATEN PLUS PROGNOSEN

	BIP			Inflation			Arbeitslosenrate		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Euroland	0,60	-3,90	1,00	3,30	0,30	1,30	7,50	9,40	9,80
USA	0,40	-2,60	2,00	3,80	-0,40	2,30	5,80	9,30	9,50
Japan	-1,20	-5,30	1,10	0,40	-1,20	0,20	4,30	5,40	5,50
GB	0,50	-4,50	1,20	3,60	2,10	2,00	5,70	7,70	8,70
Schweiz	1,80	-1,60	1,50	2,40	-0,50	0,60	2,60	3,70	4,50

Quelle: LBBW

Aktien - Core

Europa

Der deutsche Aktienmarkt ist nur sehr verhalten ins neue Jahr gestartet. Zwar gelang in den ersten Börsentagen des Jahres 2010 nochmals ein neues Hoch bei knapp unter 6.000 DAX-Punkten. Offensichtlich hatten sich die meisten der optimistisch eingestellten Marktteilnehmer bereits im Laufe des Dezembers mit genug Material eingedeckt, so dass die für eine weitere schnelle Aufwärtsbewegung notwendigen Anschlussaufträge ausblieben. Bremsend wirkten auch Nachrichten aus dem Fernen Osten. Die chinesische Notenbank hat die Zinsen für Staatspapiere erhöht und will damit einer beginnenden Überhitzung der Wirtschaft frühzeitig entgegen treten.

USA

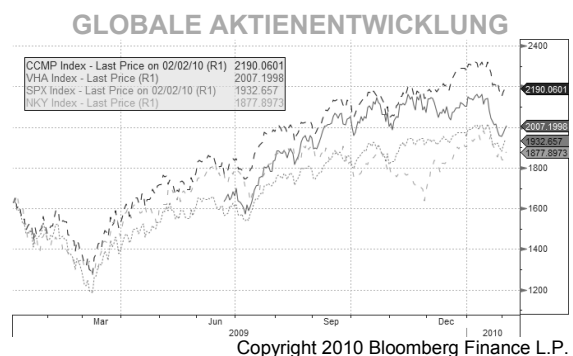
In den kommenden Wochen werden sich die Blicke der Börsianer in erster Linie den Geschäftsergebnissen zuwenden. Die Konzerne werden ihre Zahlen für das vierte Quartal bekanntgeben und einen Einblick in ihre Jahresplanung geben. Traditionell sind die Amerikaner dabei etwas schneller, die ersten Unternehmen begannen bereits mit der Veröffentlichung der Daten.

Japan

Dem japanischen Aktienmarkt gelang ein weit aus besserer Jahresstart als es ihm viele Investoren zugetraut hatten. Die gute Stimmung in der globalen Technologiebranche und die höheren Computerchippreise führten zu einer kleinen Aufholjagd der heimischen Börse. Nachdem Japan sich erneut mit den Folgen einer tiefen Deflation auseinandersetzen muss, wodurch die Geldmarktzinsen noch länger auf dem bisherigen Niveau verharren werden, und der Tatsache, dass der neue Finanzminister von einer gewünschten Abschwächung des Yen sprach, investieren wir währungsgesichert in Japan.

	3 Monate*		12 Monate*	
DAX	6.000	0.90%	6.500	9.37%
EuroStoxx 50	3.000	0.80%	3.200	7.53%
Dow Jones	10.500	-1.19%	11.500	8.21%
Nikkei 225	10.500	-2.19%	11.000	2.46%

Quelle: Vorarlberger Landes- und Hypothekenbank



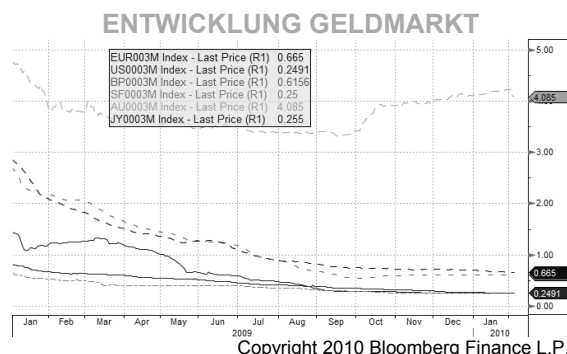
Emerging Markets

Im vergangenen Jahr setzten die Börsen der so genannten Emerging Markets ein Ausrufezeichen. Vieles deutet nun darauf hin, dass sich die Stärkeverhältnisse dauerhaft verändert haben. Profitierten die Länder dieser Region zuletzt vor allem von der globalen Wirtschaftserholung, wird die positive Entwicklung der Schwellenländer zunehmend auch vom Wachstum des inländischen Konsums getrieben. Vor allem in China und Brasilien erweist sich der Binnenmarkt als wichtiger Stützpfeiler.

Anleihen - Core

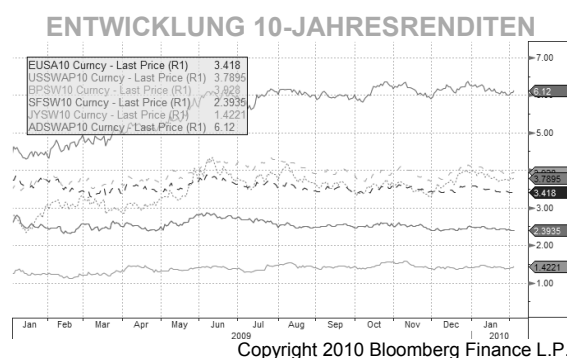
Euroland

Am EUR-Rentenmarkt gehen wir davon aus, dass die empor geschneitten und auch im kommenden Jahr weiter zunehmenden Staatsdefizite zu einem spürbaren Anstieg der Laufzeitenprämien führen werden. Im Zusammenspiel mit dem schrittweisen Auslaufen der extrem expansiven Geldpolitik wird dies dafür sorgen, dass die Renditen von zehnjährigen Staatsanleihen weiter nach oben tendieren werden. Wir bleiben deshalb in unserer Duratopolitik defensiv.



Grossbritannien

Das neue Jahr begann für das Britische Pfund positiv. Gerade in den letzten Tagen konnte es gegenüber dem Euro zulegen und profitierte dabei vermutlich sowohl von den erneut in den Blickpunkt geratenen Problemen des griechischen Staatshaushalts als auch aufkeimende Zinserhöhungen der Bank of England. Letztgenannte wurden durch unerwartet hohe Inflationsraten entfach.



Dänemark

In Dänemark kam es im letzten Quartal zum ersten Anstieg der Immobilienpreise seit zwei Jahren. Die guten Nachrichten aus diesem Segment haben eine signifikante Bedeutung für die Nachfrage der privaten Haushalte. Dementsprechend positiv fiel auch zuletzt das Verbrauchervertrauen aus. Die Kombination aus der expansiven Fiskal- und Geldpolitik zeigten Wirkung.

Kanada

Angesichts der weiterhin unsicheren Konjunkturentwicklung belies die Bank of Canada ihre Leitsätze auf dem rekordtiefem Niveau von 0,25%. Die Märkte rechnen für die kommenden Monate mit einer weiteren, wenn auch langsameren Erholung der einheimischen Wirtschaft. Die anhaltende Stärke des kanadischen Dollars wird auch in Zukunft die Exportnachfrage belasten, was erneut auf den Arbeitsmarkt drücken könnte.

Australien

Australien zählt immer noch zu jenen Volkswirtschaften, die für eine konjunkturelle Erholung am besten positioniert sind. Ein Grund dafür ist die komfortable Situation des australischen Staatshaushalts. Die anhand der Maastrikkriterien für die EU-Länder festgelegte Grenze von einer Staatsverschuldung von maximal 60% des BIP, kann derzeit unter den Industrienationen nur Down Under von sich behaupten, auch tatsächlich einzuhalten.

WÄHRUNGSENTWICKLUNG



Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P.

Brasilien

Für Brasilien erwarten die Volkswirte wieder ein überaus starkes Wirtschaftswachstum. Getragen werden sollte dies vor allem von den unterstützenden Massnahmen der heimischen Regierung, die den Konsum der brasilianischen Bevölkerung unter die Arme greift. Das erhöht den Druck auf die Staatsfinanzen genauso wie die sich schliessende Kapazitätslücke auf das Niveau der Inflationsrate.

Fazit

Wir erwarten auch heuer ein positives Aktienjahr. Dabei schliessen wir uns der im Markt gängigen Konsensmeinung an, dass die Aufwärtsbewegung vor allem in den ersten sechs Monaten anhalten sollte, die Schwankungsbreite wird allerdings im Vergleich zum Vorjahr etwas zunehmen. Danach wird es im Zusammenhang mit den dann wahrscheinlich diskutierten Leitzinserhöhungen zu einer vermehrten Zurückhaltung an den Börsen kommen. Durch die auch am langen Ende zu erwarteten höheren Zinsen wird sich die Zinskurve bis zum Jahresende parallel nach oben verschieben.

PROGNOSEN GELDMARKT + 10-JAHRES-RENDITEN

	Geldmarkt		Rendite 10 J.		Wechselkurs	
	03/10	12/10	03/10	12/10	03/10	12/10
EUR	0.85*	1.70*	3.50*	4.10*		
	0.85	1.70	3.50	4.10		
USD	0.35*	1.00*	3.60*	4.30*	1.42*	1.37*
	0.35	1.00	3.60	4.30	1.42	1.37
JPY	0.60*	0.65*	1.50*	1.85*	137*	140*
	0.60	0.65	1.50	1.85	137	145
CHF	0.30*	0.75*	2.20*	2.80*	1.50*	1.49*
	0.25	0.75	2.20	2.80	1.48	1.49
GBP	0.70*	1.00*	3.80*	4.20*	0.87*	0.85*
	0.70	1.20	3.80	4.20	0.87	0.85

Weltdepot „Satellite“

Rohstoffe

Anfang Jänner wurden zwei wichtige Rohstoffbenchmarks (S&P GSCI, Dow Jones UBS) neu adjustiert. Das heisst die Gewichtungen wurden auf die Ausgangsniveaus zurückgesetzt. Beim S&P GSCI orientieren sich diese am Weltproduktionsanteil, beim DJUBS an der Handelsaktivität. Im Zuge der Indexanpassung erfolgen Umschichtungen innerhalb des Rohstoffsegments bei Anlageprodukten, welche die jeweiligen Indizes abbilden und Unter- bzw. Übergewichtungen auszugleichen hatten. Das Rohstoffsegment absolvierte insgesamt einen erfolgreichen Jahresstart. Einzelne Rohstoffe markierten neue Bestmarken bzw. Höchststände (Rohöl, Kupfer etc.). Der stärkere USD wirkte einer Fortsetzung der Entwicklung vorerst entgegen und führte dazu, dass der Aufwärtstrends ein jähes Ende fand. Bei der letzten Sitzung wurden keine Änderungen zur derzeitigen Neutralgewichtung vorgenommen.

Immobilien

Der wichtige Stimmungsindikator für den US-Immobilienmarkt, der NAHB-Index (National Association of Home Builders), hatte überraschend im Jänner erneut abgeben. Nach dem Vormonatwert von 16, hatte sich die Stimmung anstatt leicht verbessert (Schätzungen 17) dann doch auf 15 verschlechtert. Seit Juni hatte sich Indikator über dem aktuellen Niveau gehalten und bereits auf Bodenbildung hoffen lassen. In Grossbritannien verlor der FTSE 350 Real Estate Index im letzten Quartal knapp 4%, im letzten Monat lag der Verlust bei 1%.

Aktien

Der Aufwärtstrend von 2009 setzte sich auch dieses Jahr fort. Die Jahresperformance 2009 kann sich sehen lassen.

Der MSCI Brasilien schaffte im letzten Jahr eine beeindruckende Wertsteigerung von 120,86% (auf Eurobasis). Die MSCI-Indizes Lateinamerika, Indien und Türkei belegten die Plätze 2-4 und performten über 90%. Die Hoffnungen im asiatischen Raum liegen aber auch dieses Jahr auf China und Indien. In China stimmen die Konjunkturindikatoren für das laufende Jahr positiv. Der Geschäftsklimaindex für das vierte Quartal bestätigte die Erholung und der Index selbst kehrte wieder auf das Vorkrisenniveau zurück. In Indien wurde im November eine Steigerung der Industrieproduktion von knapp 12% im Vergleich zum Vorjahr gemessen und überraschte daher positiv. Der Grossteil entfiel auf die Produktion dauerhafter Güter. Die erfreulichen Daten beeinflussen auch den Aktienmarkt dementsprechend positiv. In der Zwischenzeit steht bereits eine mögliche Zinserhöhung Ende Jänner ins Haus, um die Inflationsangst zu dämpfen. Die aktuelle Gewichtung bleibt unverändert.

Anleihen

Die drohende Gefahr für die Rentenmärkte liegt nicht vordergründig in einer schnellen Konjunkturwende, sondern vielmehr in einer steigenden öffentlichen Verschuldung und der hieraus resultierenden massiven Beanspruchung der Märkte durch die Refinanzierung der Staaten. Ein Rentenengagement bewies im laufenden Jahr dennoch stabilisierende Ergänzungen zu anderen Assetklassen wie auch Performancebeitrag. Insbesondere High-Yields und Corporate Bonds entwickelten sich im Jahr 2009 äusserst erfreulich. Im Highyield-Segment haben sich im Dezember die globalen Ausfallsraten der Ratingagentur Moody's zufolge für Highyield-Unternehmen auf 12,50% errechnet und waren daher erstmals seit Jänner 2008 rückläufig. Viele Unternehmensanleihen wurden emittiert. Die Gewichtung bleibt konstant.

Vermögensverwaltungsstrategien

Unsere fünf traditionellen Strategien im Überblick

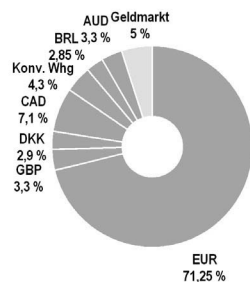
Strategie „Zinsertrag“

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 31.12.2009

seit 01.01.2009	5,47 %
seit 31.12.2008	5,47 %
seit 5 Jahren p.a.	2,97 %

Kennzahlen seit 01.01.2003

Gesamterfolg	22,63 %	Sharpe Ratio	0,11
Standardabweichung	2,41 %	Korrelation	0,82

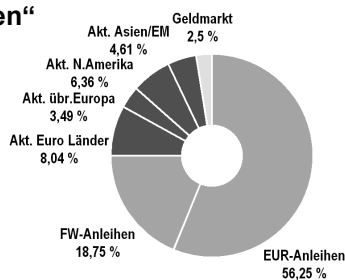
Strategie „Einkommen“

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 31.12.2009

seit 01.01.2009	12,60 %
seit 30.12.2008	12,60 %
seit 5 Jahren p.a.	3,61 %

Kennzahlen seit 01.01.2003

Gesamterfolg	30,92 %	Sharpe Ratio	0,30
Standardabweichung	4,12 %	Korrelation	0,78

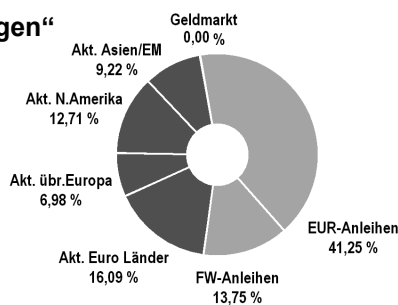
Strategie „Ausgewogen“

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 31.12.2009

seit 01.01.2009	18,00 %
seit 31.12.2008	18,00 %
seit 5 Jahren p.a.	3,58 %

Kennzahlen seit 01.01.2003

Gesamterfolg	34,10 %	Sharpe Ratio	0,22
Standardabweichung	7,14 %	Korrelation	0,86

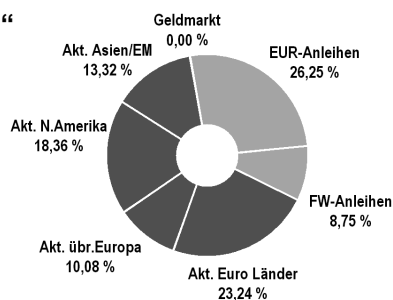
Strategie „Wachstum“

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 31.12.2009

seit 01.01.2009	23,66 %
seit 31.12.2008	23,66 %
seit 5 Jahren p.a.	3,68 %

Kennzahlen seit 01.01.2003

Gesamterfolg	38,02 %	Sharpe Ratio	0,20
Standardabweichung	9,93 %	Korrelation	0,88

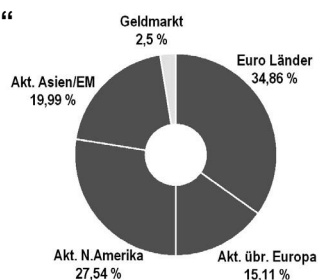
Strategie Kapitalgewinn“

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 31.12.2009

seit 01.01.2009	36,52 %
seit 31.12.2008	36,52 %
seit 5 Jahren p.a.	2,95 %

Kennzahlen seit 01.01.2003

Gesamterfolg	40,40 %	Sharpe Ratio	0,14
Standardabweichung	16,52 %	Korrelation	0,90

Disclaimer:

Wertentwicklungen der Vergangenheit ermöglichen keine Prognose für die Zukunft. Investitionen in diese Strategien bergen Risiken in sich, die zu Kursverlusten führen können. Für Investitionen, die von der Referenzwährung Euro abweichen, besteht zusätzlich Währungsrisiko. Die Angaben zur Wertentwicklung ergeben sich vor Steuern und nach Gebühren (Depotgebühren, Transaktionskostenpauschale) und ohne performancewirksame Verbuchung der Managementgebühr bis Dezember 2008. Ab Jänner 2009 wurde die Managementgebühr performancewirksam gebucht.
Quelle: Vorarlberger Landes- und Hypothekenbank

Anleihenempfehlung

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

ISIN	Coupon	Titel	Rating	Laufzeit	Kurs	Rendite	Duration	Mindeststückelung	
Euro Anleihen									
DE0002760808	4.7500%	KFW	AAA	11.08.2010	102.091	0.54	0.50	1'000	*
XS0110245130	5.6250%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	25.10.2010	103.396	0.73	0.71	1'000	*
XS0376607015	4.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2011	104.391	0.96	1.13	1'000	
DE0007243495	4.0000%	DEUTSCHE GENOSSEN-HYPOBK	AAA /-	28.04.2011	103.330	1.21	1.18	1'000	
FR0010101824	4.0000%	CIE FINANCEMENT FONCIER	AAA	21.07.2011	103.582	1.40	1.41	1'000	
XS0369461305	5.2500%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	12.12.2011	106.317	1.67	1.79	1'000	
XS0411606246	5.2500%	TOYOTA MOTOR CREDIT CORP	AA	03.02.2012	105.925	2.15	1.94	1'000	
XS0412968793	3.3750%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	09.02.2012	103.205	1.69	1.97	1'000	
FR0010734244	2.3750%	SFEF	AAA	10.03.2012	101.833	1.46	2.01	1'000	
DE0001141505	4.0000%	BUNDESOBLIGATION	AAA	13.04.2012	105.890	1.23	2.06	1'000	
FI0001006165	4.2500%	FINNISH GOVERNMENT	AAA	15.09.2012	106.957	1.48	2.48	1'000	
DE0001141513	4.2500%	BUNDESOBLIGATION	AAA	12.10.2012	107.380	1.41	2.56	1'000	
XS0413810606	4.1250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	20.02.2013	105.068	2.35	2.81	1'000	
XS0415624393	4.6250%	ROCHE HLDGS INC	AA-	04.03.2013	106.828	2.28	2.82	1'000	
DE0001141521	3.5000%	BUNDESOBLIGATION	AAA	12.04.2013	105.680	1.64	2.98	1'000	
XS0327177134	4.3750%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2013	107.263	1.98	2.95	1'000	
XS0428037666	3.5000%	SANOFI-AVENTIS	AA-	17.05.2013	103.798	2.27	3.07	1'000	
NL0000102689	4.2500%	NETHERLANDS GOVERNMENT	AAA	15.07.2013	107.933	1.82	3.20	1'000	
XS0403964116	3.6250%	OEKB OEST. KONTRÖLLBANK	AAA	10.12.2013	104.485	2.35	3.63	1'000	
XS0414313691	3.5000%	TOTAL CAPITAL SA	AA	27.02.2014	104.154	2.39	3.73	1'000	
DE0002760931	4.2500%	KFW	AAA	04.07.2014	107.575	2.39	4.02	1'000	
AT0000386073	4.3000%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	15.07.2014	107.956	2.32	4.05	1'000	
DE000A0TKB0M0	5.0000%	BASF FINANCE EUROPE NV	A+	26.09.2014	109.004	2.85	4.20	1'000	
AT0000A0CL73	3.4000%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	20.10.2014	104.032	2.41	4.38	1'000	
FR0010112052	4.0000%	FRANCE (GOVT OF)	AAA	25.10.2014	107.200	2.35	4.35	1'000	
ES0000012916	4.4000%	BONOS Y OBLIG DEL ESTADO	AA+	31.01.2015	105.765	3.12	4.59	1'000	
FI0001005704	4.2500%	FINNISH GOVERNMENT	AAA	04.07.2015	108.487	2.52	4.85	1'000	
DE0001381911	3.5000%	LAND HESSEN	AA	04.01.2016	103.416	2.86	5.43	1'000	
XS0412968876	4.5000%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	09.02.2016	107.044	3.16	5.41	1'000	
XS0413806596	5.1250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	20.02.2017	109.915	3.50	5.86	1'000	
DE000A0MFJX5	4.1250%	KFW	AAA	04.07.2017	106.113	3.17	6.41	1'000	
XS0308505055	4.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.10.2017	109.932	3.26	6.58	1'000	
AT0000385745	4.6500%	REPUBLIC OF AUSTRIA	AAA	15.01.2018	109.104	3.28	6.85	1'000	
XS0196448129	4.6250%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2020	108.428	3.61	8.15	1'000	
USD Anleihen									
US514890AF97	4.2500%	L-BANK BW FOERDERBANK	AA+	15.09.2010	102.274	0.42	0.59	1'000	
XS0172289604	3.5000%	KFW	AAA	15.12.2011	104.540	0.91	1.82	1'000	
XS0414059377	2.7500%	BP CAPITAL MARKETS PLC	AA	27.02.2012	102.890	1.13	1.97	1'000	
US171081CZ40	4.4500%	PFIZER INC	AA	15.03.2012	106.509	1.30	2.00	1'000	
US676167AZ21	1.8750%	OEKB OEST. KONTRÖLLBANK	AAA	21.03.2012	101.288	1.22	2.07	1'000	
XS0172157876	3.7500%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	15.07.2013	105.284	2.11	3.23	1'000	
BE0934531337	4.2500%	BELGIUM KINGDOM	AA+	03.09.2013	106.993	2.17	3.34	1'000	
US459056HM24	3.5000%	INTL BK RECON & DEVELOP	AAA	08.10.2013	105.169	1.99	3.44	1'000	
US1713448BK37	3.7500%	PEPSICO INC	A+	01.03.2014	104.761	2.51	3.75	2'000	
US822582AF97	4.0000%	SHELL INTERNATIONAL FIN	AA	21.03.2014	105.165	2.67	3.79	2'000	
XS0183637635	4.5000%	COUNCIL OF EUROPE	AAA	30.06.2014	108.108	2.48	4.00	1'000	
US045167BJ10	4.2500%	ASIAN DEVELOPMENT BANK	AAA	20.10.2014	107.414	2.51	4.27	1'000	
XS0347750365	3.7500%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	15.04.2015	104.700	2.72	4.68	1'000	
US000769BH67	4.3750%	KFW	AAA	21.07.2015	107.348	2.87	4.92	1'000	
XS0270250136	5.1250%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	05.10.2016	108.603	3.61	5.76	1'000	
XS0247859542	5.6250%	SIEMENS FINANCIERINGSMAT	A+	16.03.2016	109.441	3.81	5.14	2'000	
US000769BY90	4.8750%	KFW	AAA	17.01.2017	109.044	3.36	6.00	1'000	
US515110AV64	5.1250%	LANDWIRTSCH. RENTENBANK	AAA	01.02.2017	109.701	3.52	6.00	1'000	
CAD Anleihen									
XS0190051945	4.0000%	TOTAL CAPITAL SA	AA	08.12.2010	102.721	0.65	0.83	1'000	
XS0197361305	4.7500%	ONTARIO (PROVINCE OF)	AA-	27.07.2011	105.245	1.06	1.42	1'000	
XS0414401801	2.5000%	RABOBANK NEDERLAND	AAA	02.03.2012	102.016	1.46	1.99	1'000	
XS0211709844	4.3750%	QUEBEC PROVINCE	A+	04.02.2013	106.216	2.16	2.87	1'000	
XS0219274908	4.3750%	BK NEDERLANDSE GEMEENTEN	AAA	13.05.2015	106.826	2.93	4.69	1'000	
GBP Anleihen									
XS0122271082	5.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	07.12.2011	107.203	1.43	1.77	1'000	
XS0276045951	5.1250%	TOYOTA CREDIT CANADA INC	AA	17.01.2012	105.513	2.03	1.89	1'000	
XS0160908249	4.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	14.01.2013	106.148	2.28	2.81	1'000	
XS0414238898	3.2500%	KFW	AAA	24.02.2014	101.380	2.81	3.74	1'000	
XS0423205524	3.3750%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	08.09.2014	102.139	2.85	4.27	1'000	
XS0415625283	5.5000%	ROCHE HLDGS INC	AA-	04.03.2015	107.116	3.81	4.37	5'000	
GB0033280339	4.7500%	TSY 4 3/4% 2015	AAA	07.09.2015	108.835	3.01	4.91	1'000	
AUD Anleihen									
XS0243977260	5.6250%	RABOBANK NEDERLAND	AAA	01.03.2011	100.778	4.72	1.00	1'000	
XS0412228917	4.5000%	RABOBANK NEDERLAND(AUST)	AAA	17.02.2012	98.894	5.02	1.89	1'000	
XS0139486079	5.5000%	COUNCIL OF EUROPE	AAA	18.01.2012	101.457	4.56	1.89	1'000	
XS0411048351	4.6250%	AUST & NZ BANKING GROUP	AAA	11.02.2013	98.246	5.25	2.74	1'000	
AU300EB26033	6.0000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	14.08.2013	101.770	5.41	3.23	1'000	
XS0412694647	4.3750%	COMMONWEALTH BANK AUST	AAA	17.02.2014	96.289	5.41	3.61	5'000	
AU300LNDR042	5.7500%	LANDWIRTSCH. RENTENBANK	AAA	21.01.2015	98.853	6.00	4.36	1'000	
ZAR Anleihen									
XS0332031284	10.0000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	28.01.2011	102.020	7.62	0.97	10'000	
XS0225458412	7.2500%	KFW	AAA	03.08.2012	97.293	8.38	2.28	5'000	
XS0339249921	10.0000%	KFW	AAA	17.01.2013	103.542	8.53	2.68	5'000	
XS0203909485	8.5000%	EUROPEAN INVESTMENT BANK	AAA	04.11.2014	98.653	8.81	4.00	5'000	

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