



Markteinschätzung
4. Quartal 2012

1. STRATEGIE ASSET ALLOCATION

Die sehr schwachen Konjunkturvorlaufindikatoren der letzten Monate haben zu einer massiven Reaktion der großen Notenbanken geführt. Dadurch wurde gerade in Europa das Systemrisiko kurz- bis mittelfristig stark reduziert, wovon neben Aktien und Rohstoffen auch High-Yield-Anleihen profitierten. Da sowohl QE 3 der Fed als auch die EZB-Anleihekäufe kein definiertes Ende besitzen, sollte die Wirkung noch etwas anhalten, wenngleich ein Großteil schon eingepreist sein dürfte und die grundlegenden Probleme noch nicht ansatzweise gelöst sind. Mit Präsidentschaftswahl und der überfälligen Entscheidung zu den auslaufenden Steuerbegünstigungen stehen in den USA zwei Schlüsselereignisse an. In Europa wird interessant wie viel Marktstress notwendig ist, um Spanien von Verhandlungen über ein Troika-Hilfsprogramm zu überzeugen. Wir wählen insgesamt eine verhalten optimistische Asset-Allocation-Positionierung.

Aktien

Die proaktive Haltung der Notenbanken wird Aktien auch in Zukunft unterstützen und das zweifelsohne vorhandene Rückschlagspotenzial begrenzen. Zusätzlich bieten auch die gesunden Unternehmensbilanzen und die gegenüber Anleihen attraktiven Risikoprämien Anlass für Optimismus. Demgegenüber steht das äußerst schwache

Konjunkturmilieu mit noch immer klar negativen Vorlaufindikatoren, welches Gewinnrückgänge erwarten lässt, weshalb die nach der jüngsten Rallye nicht mehr ganz so günstigen Bewertungen schnell unattraktiv werden könnten. Vor diesem Hintergrund empfehlen wir eine neutrale bis leicht optimistische Aktienpositionierung, bei welcher wir regional Europa aufgrund der günstigen Bewertungen und der reduzierten Gefahr eines Eurozerfalls übergewichten. Branchenseitig empfehlen wir Technologieunternehmen, die weiter vom globalisierungsbedingten Rationalisierungsdruck profitieren.

Anleihen

Sowohl EZB als auch Fed haben im 3. Quartal eine entschlossene Vorgehensweise gewählt. Damit sollte das Risiko einer Eskalation der Finanzkrise kurzfristig reduziert und die bereits vorhandene Asset-Preis-Inflation (Rohstoffe und Immobilien) weiter angeheizt werden. Beide Faktoren reduzieren die Nachfrage nach sicheren Staatsanleihen, was auch den leichten Renditeanstieg im 3. Quartal erklärt. Die ungelösten Probleme und das schwache Konjunkturmilieu werden aber weiterhin für Nachfrage nach sicheren Häfen sorgen. Deshalb sollte sich die Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen im 4. Quartal in der Bandbreite von 1,2 % bis 2,2 % bewegen, wobei wir ein überwiegendes

ASSET ALLOCATION FÜR DAS 4. QUARTAL 2012

ASSET ALLOCATION

- EZB entschärft zumindest temporär die von der Staatsschuldenkrise ausgehende Bedrohung
- Konjunktur matt, Stabilisierung der Frühindikatoren spricht gegen defensive Positionierung
- Diversifikation und Hedges aufgrund bevorstehender Schlüsselereignisse wichtig („fiscal cliff“)

AKTIEN

- Notenbanken, gesunde Unternehmensbilanzen und attraktive Risikoprämien unterstützen
- schwacher Konjunkturausblick und Gewinnrevisionen belasten noch günstige Bewertungen
- neutrale/leicht optimistische Aktienpositionierung mit regionaler Übergewichtung in Europa

ANLEIHEN

- sichere Staatsanleihen trotz erfolgreicher Notenbankmaßnahmen und Inflationsgefahr gefragt
- Unternehmensanleihen attraktiver als Staatsanleihen, Kreditrisikoprämien teilweise tief
- Emerging-Markets-Anleihen bieten gerade mit QE 3 attraktive Renditechance

WÄHRUNGEN

- Euro stabilisiert, Abwärtsrisiken bleiben aber bestehen
- Beruhigung der Eurokrise sollte Schweizer Franken-Kurs nicht übermäßig belasten

Verweilen in der Mitte dieser Bandbreite erwarten. Unternehmensanleihen bleiben im Vergleich zu Staatsanleihen attraktiv, allerdings sind die Kreditrisikoprämien teilweise schon sehr niedrig. Angesichts des schwachen konjunkturellen Umfelds sollte man im High-Yield-Segment daher vorsichtig agieren. Am interessantesten erscheinen Emerging-Markets-Anleihen, welche von den gesunden Volkswirtschaften der Schwellenländer und den Zuflüssen der billigen Liquidität aus dem Westen profitieren sollten.

Immobilienaktien

Obwohl Immobilienaktien in den ersten drei Quartalen sehr gut gelaufen sind und ihre Unterbewertung aufgeholt haben, gibt es auch für die Zukunft noch Potenzial. Dieses entspringt dem guten Ausblick für solides

Cash Flow- und Dividendenwachstum und einer weiteren Verbesserung der Finanzierungsstruktur. Regional empfehlen wir derzeit ein Übergewicht in Europa zu Lasten von den USA und Asien.

Alternatives

„Insurance Linked Securities“ und Volatilitätsstrategien halten wir weiterhin für eine attraktive Beimischung. Die Rohstoffpreise, welche bis vor kurzem das schwache Konjunkturmilieu widerspiegeln, sind aufgrund von QE 3 und den EZB-Maßnahmen deutlich gestiegen. Die extrem lockere Geldpolitik in den Industriestaaten sollte diese Anlageklasse als Inflationsabsicherung unterstützen, auch wenn nicht bei allen Rohstoffen die fundamentale Angebots-/Nachfragesituation für Preisanstiege spricht.

Volkswirtschaftliche Szenarien

Basisszenario: Weltkonjunktur stabil, Eurozone in Rezession – 70% Wahrscheinlichkeit

Das globale Wirtschaftswachstum dürfte im 3. Quartal einen Boden gefunden haben und sollte im 4. Quartal stabil bleiben bzw. sich sogar leicht beschleunigen. In den USA läuft die Konjunktur angesichts des andauernden „Deleveraging-Prozesses“ mit einer Wachstumsrate von rund 2 % durchaus zufriedenstellend. Bei den Emerging Markets haben exportgetriebene Volkswirtschaften wie China zuletzt unter den Problemen in der Eurozone gelitten. In China dürfte aber der konjunkturelle Wendepunkt kurz bevorstehen. Wachstumstechnisches Schlusslicht wird auch in den nächsten 3 Monaten die Eurozone bleiben. Der unter Draghi vollzogene Richtungswechsel der EZB von einer Politik der Deutschen Bundesbank hin zur „do whatever it takes“ Mentalität der US-Fed hat das Risiko eines Systemzusammenbruchs kurzfristig stark reduziert, was sich auch positiv auf die Stimmung bei Unternehmensmanagern und Konsumenten auswirken sollte.

Alternativszenario 1: Neuerliche Rezession in Industriestaaten – 20% Wahrscheinlichkeit

Das entschiedene Vorgehen der Notenbanken auf beiden Seiten des Atlantiks kann zwar Zeit kaufen, aber die zugrunde liegenden Probleme nicht lösen. Deshalb wird der in vielen Industriestaaten notwendige Schuldenabbau bei Privaten und Staaten weiterhin für sehr moderate Wachstumsraten sorgen, weshalb schon die leichteste Eintrübung zum Abgleiten in eine Rezession führen kann. Sollte in der Zukunft ein Land unter dem Rettungsschirm seine Sparziele verfehlen und politisch keine Nachbesserung mehr möglich sein, so könnte mit einem Schlag die Finanzierungsunterstützung von ESM und EZB wegfallen, sodass ein unkontrollierter Ausfall bzw. Euroaustritt wieder eine sehr reale Bedrohung werden könnte. Was die Gefahr eines Ölpreisschocks betrifft, so stellt der unter Embargo stehende Iran wohl weiterhin die größte Bedrohung dar, allerdings kommen auch Syrien oder Libyen als Auslöser in Frage. Eine harte Landung in China bleibt noch immer in Bereich des Möglichen, wenngleich die jüngsten Stimulusmaßnahmen gemeinsam mit einer Stabilisierung der Einkaufsmanagerindizes dies unwahrscheinlich erscheinen lassen.

Alternativszenario 2: Positive Wachstumsüberraschung – 10% Wahrscheinlichkeit

Basierend auf dem verhaltenen Wachstum der Weltkonjunktur im 3. Quartal 2012 haben die Notenbanken zuletzt neuen Stimulus bereitgestellt bzw. stabilisierende Maßnahmen ergriffen. Nachdem die Angst eines Eurozerfalls kurzfristig gebannt sein dürfte und auch in den USA sowie China neuer Stimulus bereit steht, könnte aufkeimender Optimismus bei privaten Haushalten und Unternehmen in den kommenden Monaten zu einem Aufholeffekt führen.

2. MARKTEINSCHÄTZUNG FÜR DAS 4. QUARTAL 2012

LIQUIDITÄTSSCHWEMME BERUHIGT KONJUNKTURSORGEN UND STAATSSCHULDENKRISE

Wachstum (BIP)

| Land | 2011 | 2012e | | 2013f | |
|------------|-------|----------|-------------------|----------|-------------------|
| | | Konsens* | Semper Constantia | Konsens* | Semper Constantia |
| Österreich | 2,7% | 0,7% | 0,8% | 1,1% | 1,0% |
| Euroland | 1,5% | -0,5% | -0,5% | 0,2% | 0,0% |
| USA | 1,8% | 2,2% | 2,1% | 2,1% | 1,5% |
| Japan | -0,8% | 2,4% | 2,0% | 1,3% | 1,0% |

* Quelle: Consensus Prognosen, Stand: 10. September 2012

Wirtschaft ohne Dynamik

Die globale Konjunktur macht derzeit keinen sehr gesunden Eindruck. Die Eurozone steckt aufgrund der Staatsschuldenkrise weiterhin in einer Rezession, in den USA signalisieren wichtige Konjunkturvorlaufindikatoren eine leichte Wachstumsverlangsamung und in den Emerging Markets expandiert die Wirtschaft nur mit moderatem Tempo.

Eurozone in der Rezession

Das Bruttoinlandsprodukt schrumpfte in der gesamten Eurozone im 2. Quartal um 0,2 %, wobei das Konjunkturgefälle innerhalb der Eurozone zwischen den moderat wachsenden Kernländern und dem unter der Staatsschuldenkrise leidenden Süden enorm ist. Eine Konjunkturerholung in den Krisenstaaten ist angesichts harter Sparmaßnahmen und des dadurch schwachen privaten Konsums noch lange nicht in Sicht. Die Eurozonen-Peripherieländer leiden immer noch unter einer mangelnden Wettbewerbsfähigkeit, die nur durch eine weitere Senkung der Lohnstückkosten und eine Sanierung der Staatshaushalte wiederhergestellt werden kann. Die schlechten

Konjunkturaussichten in Südeuropa strahlen zudem auf das exportabhängige Deutschland ab. Die bei Unternehmen erhobenen Stimmungsindikatoren haben sich im Sommer markant abgeschwächt. Die Einkaufsmanagerindizes für den Industriebereich liegen in den meisten Ländern der Eurozone auf Rezessionsniveau und die schwache Geschäftserwartungskomponente beim deutschen Ifo-Index mahnt zur Vorsicht. Für die deutsche Konjunktur ist es wichtig, dass die Probleme in Südeuropa zufriedenstellend gelöst werden, um einen Konjunkturerbruch im eigenen Land zu verhindern. Das Bruttoinlandsprodukt in der gesamten Eurozone dürfte gemäß unseren Prognosen im Jahr 2012 um 0,5 % sinken. Für 2013 gehen wir von einem Nullwachstum mit Abwärtsrisiken aus, da notwendige Budgetkonsolidierungen auch im nächsten Jahr das Wachstum dämpfen werden.

US-Wachstumstempo lässt nach

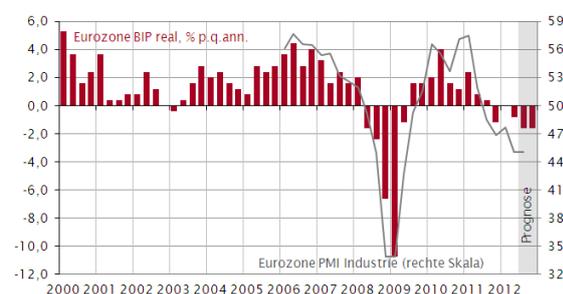
Auch in den USA ist der Konjunkturmotor ins Stocken geraten. Die Erholung am Arbeitsmarkt verlief mit einem durchschnittlichen monatlichen Stellenauf-

USA BIP WACHSTUM & VORLAUFINDIKATOR



Quelle: Bloomberg, Semper Constantia

EUROZONE BIP WACHSTUM & VORLAUFINDIKATOR



Quelle: Bloomberg, Semper Constantia

Inflation (VPI)

| Land | 2011 | 2012e | | 2013f | |
|------------|-------|----------|-------------------|----------|-------------------|
| | | Konsens* | Semper Constantia | Konsens* | Semper Constantia |
| Österreich | 3,6% | 2,2% | 2,4% | 1,9% | 2,0% |
| Euroland | 2,7% | 2,4% | 2,5% | 1,8% | 2,0% |
| USA | 3,2% | 2,0% | 2,2% | 2,0% | 1,8% |
| Japan | -0,3% | 0,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

* Quelle: Consensus Prognosen, Stand: 10. September 2012

bau von rund 100.000 während des letzten Halbjahres quälend langsam. Der leichte Rückgang der Arbeitslosenrate auf 8,1 % ist auch darauf zurückzuführen, dass viele Arbeitssuchende resignieren und damit nicht mehr in der Arbeitslosenstatistik auftauchen. Die Stimmung bei den US-Unternehmen hat sich über den Sommer eingetrübt. Der wichtigste Konjunkturvorlaufindikator für die USA, der ISM-Index für die verarbeitende Gewerbe, befindet sich mit 49,6 Punkten knapp unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. In der Vergangenheit deutete ein solches Niveau auf ein BIP-Wachstum von nur mehr 1 % bis 2 % hin. Im 2. Quartal expandierte die US-Wirtschaft im Vergleich zum Vorquartal um nur 0,4 % (annualisiert 1,7 %). Die Verbraucher sind verunsichert bezüglich der künftigen Beschäftigungs- und Einkommenslage, weshalb der Konsum nur um annualisierte 1,7 % angestiegen ist (schlechtester Wert seit einem Jahr). Die Unternehmensinvestitionen waren so schwach wie seit drei Jahren nicht mehr. Die in den ISM-Indizes und einigen regionalen US-Konjunkturvorlaufindikatoren (z.B. Empire State Index, Philadelphia Fed Index) ausgedrückte schlechte Unternehmensstimmung lässt zudem eine weitere Wachstumsverlangsamung vermuten. Eine

Fortsetzung der konjunkturellen Talfahrt signalisieren auch die schwachen Auftrags-eingänge bei den Unternehmen.

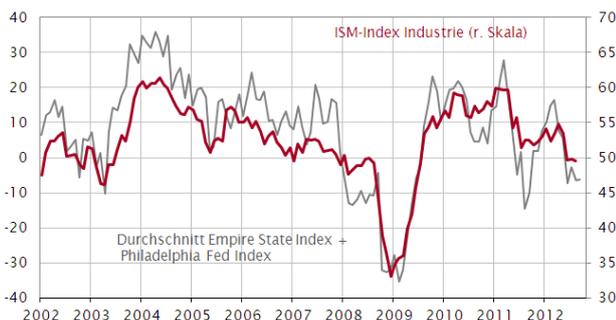
„Fiscal Cliff“ nach US-Wahl?

Der aktuelle US-Präsidentenwahlkampf bringt zusätzliche Unsicherheit in den Konjunkturausblick. Gesamtwirtschaftlich wichtige Fragen müssen vorerst offen bleiben, so etwa jene, ob die gegenwärtig verminderten Sätze zur Sozialversicherung über das Jahresende hinaus Bestand haben werden. Ähnliches gilt für die derzeit verminderten Einkommensteuersätze aus der Ära Bush. Sollten alle bisher beschlossenen Konsolidierungsmaßnahmen unverändert ab 2013 greifen, würde ein so genanntes „fiscal cliff“ drohen, über das die US-Wirtschaft im 1. Halbjahr 2013 in eine Rezession stürzen könnte. Dies will kaum jemand im Lande. Da Obama nur für die oberen Einkommensgruppen höhere Steuern will und sein Herausforderer Romney Steueranhebungen ablehnt, sollte zumindest bei der Einkommenssteuer eine Lösung möglich sein.

Positive Signale vom US-Immobilienmarkt

Eine markantere Wachstumsverlangsamung konnte bisher durch den sich erholenden US-Immobilienmarkt verhindert werden. Die

US-KONJUNKTURVORLAUFINDIKATOREN



Quelle: Bloomberg, Semper Constantia

US-ARBEITSMARKT



Quelle: Bloomberg, Semper Constantia

Hat die EZB die Lösung gefunden?

Die Ankündigung des neuen OMT-Programms (outright monetary transactions) der EZB, welches anhand von uneingeschränkten Anleihekäufen den Euro retten soll, hat Begeisterung an den Märkten ausgelöst. Sobald sich ein europäisches Land den Auflagen eines ESM / IWF Programmes unterwirft, kann die EZB in Zukunft in unlimitiertem Ausmaß am Anleihesekundärmarkt intervenieren. Voraussetzung hierfür ist, dass die Staatsanleiherrenditen am Markt das fundamental gerechtfertigte Niveau übersteigen. Mit diesem Instrument sollen die Ängste eines Zerfalls der Eurozone adressiert werden. Konkret wurde klargestellt, dass jedes Land der Eurozone, welches einen Konsolidierungskurs einschlägt, seine Schulden mit Hilfe der EZB jederzeit refinanzieren kann. Die EZB unter Draghi versucht bei den Marktteilnehmern eine ähnliche Reputation zu erlangen, wie sie die Fed besitzt. Um diesen Respekt zu erlangen waren Schlagworte wie „unbegrenzt“ oder „we do whatever it takes“ notwendig, welche im Gegenzug eine lockerere Interpretation des Preisstabilitätsziels und des Finanzierungsverbots für Staatsschulden bedingen.

Ob die europäische Staatsschuldenkrise damit gelöst ist, kann sicherlich mit einem klaren Nein beantwortet werden. Allerdings hat die EZB die Gefahr einer unmittelbaren Eskalation an den Finanzmärkten, welche auch bei großen Staaten wie Spanien oder Italien zu einem liquiditätsbedingten Zahlungsausfall oder einer unerträglich hohen Zinslast führen könnte, massiv gesenkt und damit für die Politik Zeit gekauft, um die Probleme zu lösen. Jetzt müssen die einzelnen Länder daran arbeiten über jeden Zweifel in Bezug auf ihre Schuldentragfähigkeit erhaben zu sein. Dies wird ein langer, beschwerlicher Prozess werden, da es bei schrumpfender oder nur minimal wachsender Wirtschaftsleistung extrem schwierig ist, eine negative Schuldendynamik in den Griff zu bekommen. Mit diesem Problem sind allerdings auch Japan und die Vereinigten Staaten konfrontiert. In den USA versucht deshalb die Fed offensichtlich mit der Hilfe von QE3 den kreditfinanzierten Konsum und Häuserkauf (Wohnimmobilien) wieder in Gang zu bringen. Ob dies einen gesunden Weg darstellt und mit dem Preisstabilitätsmandat zusammenpasst, steht auf einem anderen Blatt Papier.

Der notwendige Schuldenabbau bei Privaten und Staaten wird im aktuellen Niedrigwachstumsumfeld jedenfalls mehrere Jahre dauern und zu einer Reformmüdigkeit und politischen Radikalisierung in den am härtesten betroffenen Ländern führen. Insofern wäre es durchaus denkbar, dass ein Land auf Druck der Bevölkerung gegen seine Spar- bzw. Reformauflagen verstößt und damit die Unterstützung von ESM und EZB verliert. Hier hat die EZB in weiser Voraussicht die Verantwortung der Überwachung an ESM / IWF delegiert und somit de facto in die Hände der Politiker gelegt. Diese dürften, wie sich bei Griechenland gezeigt hat, einige Verfehlungen tolerieren, bevor sie ein Land der Gefahr eines unkontrollierten Zahlungsausfalls aussetzen und damit neuerliche Ängste eines Eurozerfalls schüren. Alleine kann die EZB die Staatsschuldenkrise nicht bewältigen, sie hat aber ein Umfeld geschaffen, welches den Politikern eine realistische Chance gibt, dieses Problem über die nächsten Jahre zu lösen.

Tiefzinspolitik der US-Notenbank und die Preiskorrektur der letzten Jahre zeigen mittlerweile Wirkung, denn die Zinsbelastung für die Haushalte und die Leistbarkeit von Immobilien sind mittlerweile wieder auf vernünftigen Niveaus. Vor diesem Hintergrund nehmen die Baugenehmigungen zu und das Preisniveau am US-Immobilienmarkt zieht wieder an.

Japan verliert an Schwung

In Japan laufen die Aufhol- und Normalisierungseffekte nach der Erdbebenkatastrophe des Vorjahres allmählich aus. Nach den positiven Wachstumsbeiträgen in den

vergangenen Quartalen kehrt allmählich der wirtschaftliche Alltag einer sehr verhaltenen Konjunktur zurück. Die zuletzt veröffentlichten Daten zu Wirtschaftswachstum und Leistungsbilanz zeigen, dass das Land immer mehr unter der mangelnden Nachfrage wichtiger Ausfuhrmärkte leidet. Das Bruttoinlandsprodukt ist zwischen April und Juni nur um annualisiert 0,7 % gewachsen. Als Gründe werden die geringere Binnen- nachfrage, der starke Yen und schwächere Unternehmensinvestitionen genannt. Auch die Reuters Tankan- Umfrage zeigt eine Abschwächung. Nach einem BIP-Wachstum von etwa 2 % für 2012 dürfte das

Wirtschaftswachstum im nächsten Jahr nur mehr rund 1 % ausmachen.

Soft-Landing-Szenario in China intakt

Auch in China hat sich die Konjunktur abgekühlt. In diesem Jahr beträgt das Wachstumsziel 7,5 %, das wir trotz der zuletzt enttäuschenden Konjunkturdaten nicht in Gefahr sehen. Die Produktionszahlen sind zwar schlecht, jedoch zeigten sich Einzelhandelsumsätze, Arbeitsmarkt und Sachanlageinvestitionen bis dato relativ robust. Der von offizieller Seite errechnete Einkaufsmanagerindex für den Industriebereich fiel mit 49,2 erstmals seit Ende 2011 unter die 50-Punkte-Marke. Die chinesische Notenbank ist in einer schwierigen Situation, denn einerseits hält sie der sich abzeichnende neuerliche Anstieg der Immobilien- und Nahrungsmittelpreise von weiteren Maßnahmen zur Lockerung der Geldpolitik ab, andererseits wird der Bedarf an Liquidität im Markt und der Ruf nach weiteren Stimulierungsmaßnahmen größer. Der Fokus der wachstumsstützenden Maßnahmen liegt weiterhin auf Investitionen in die Infrastruktur, auch wenn weitere Zinssenkungen und / oder eine Reduktion der Mindestreserveverordnungen explizit nicht auszuschließen sind.

Moderates Emerging-Markets-Wachstum

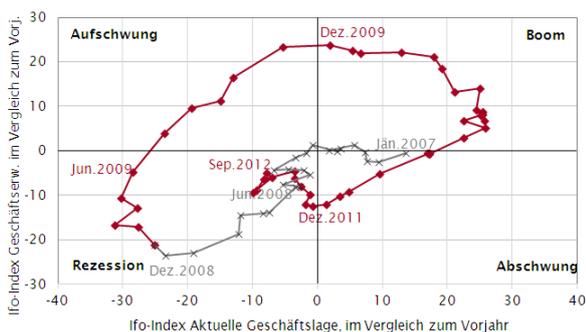
Auch in den meisten anderen Emerging Markets wächst die Wirtschaft langsamer, obwohl diese Länder im Vergleich zu den etablierten Märkten fundamental großteils wesentlich besser dastehen. In vielen Ländern wie z.B. in Brasilien, Ungarn oder Tschechien reagieren die Notenbanken mit

Zinssenkungen auf die verhaltenen Konjunkturaussichten, während Russland mit Blick auf die Inflationsgefahren den Leitzins anhob. Ungarn verhandelt weiterhin mit dem IWF über ein Hilfsprogramm, wobei eine Lösung angesichts der harten Reformbedingungen und der kontroversiellen Politik von Viktor Orbán noch in weiter Ferne liegt.

Die Hoffnung liegt bei den Notenbanken

Trotz des schwachen globalen Konjunkturfeldes präsentieren sich die Finanzmärkte bisher in sehr zuversichtlicher Stimmung. Es wird davon ausgegangen, dass die globalen Notenbanken und zu einem geringeren Ausmaß die Politik das Ruder herumreißen können. In der Tat wurden im September schwere Geschütze aufgeföhren, die durchaus das Potenzial haben, die Lage für einige Zeit zu beruhigen. Die Europäische Zentralbank möchte mit unbegrenzten Staatsanleihenkäufen die Renditen für Eurozonen-Länder, die in den Strudel der Staatsschuldenkrise geraten sind, auf erträglichen Niveaus halten. Flankierend wurde mit der Billigung des ESM durch den deutschen Bundesverfassungsgerichtshof ein Sicherheitsnetz in Europa geschaffen, das eine neuerliche Eskalation der Staatsschuldenkrise auf absehbare Zeit wenig wahrscheinlich macht. Nichtsdestotrotz müssen die Konsolidierungsmaßnahmen in den Krisenstaaten beharrlich fortgeführt werden, damit auch auf Dauer Ruhe einkehren kann. Die Fed kauft im Rahmen von Quantitative Easing 3 bis auf Widerruf hypothekenbesicherte Wertpapiere in großem Stil an, mit dem Ziel dem schwächelnden Arbeitsmarkt und der Konjunktur Leben einzuhauchen.

IFO-INDEX KONJUNKTURZYKLUSBAROMETER



Quelle: Bloomberg, Semper Constantia

BIP-WACHSTUM CHINA



Quelle: Bloomberg

Gleichzeitig kündigte die Fed an, das äußerst niedrige Leitzinsniveau von 0 % bis 0,25 % bis mindestens Mitte 2015 beizubehalten.

Gelingt die Kehrtwende?

Die entscheidende Frage ist nun, ob die Maßnahmen der globalen Notenbanken schlussendlich von Erfolg gekrönt sein werden und eine Systemkrise bzw. ein markanterer Konjunkturabschwung vermieden werden kann. Die Frage wird kontrovers diskutiert. Das Bestreben bei Marktpanik die Kreditrisikoprämien zu reduzieren ist aus unserer Sicht begrüßenswert. Denn die ehrgeizigsten Konsolidierungsmaßnahmen in einzelnen Staaten wären zum Scheitern verurteilt, wenn die Refinanzierung gar nicht oder nur zu untragbar hohen Zinssätzen möglich ist. Es ist auch die Erholung am US-Immobilienmarkt zu einem guten Teil der Fed zuzuschreiben, die die Kreditzinsen mit ihren Anleihenkäufen nach unten gedrückt hat. Wie die Fed aber mit dem Ankauf von hypothekenbesicherten Anleihen auch den Arbeitsmarkt oder die Konjunktur beleben kann, konnte selbst Fed-Präsident Bernanke nur mit Mühe erläutern. Schon bei den vergangenen Wertpapierankäufen blieben nachhaltige Belegungseffekte auf Arbeitsmarkt und für die Konjunktur aus. Temporär gelingt es aber den Notenbanken mit ihren

Maßnahmen für Ruhe an den Finanzmärkten zu sorgen, indem sie mit viel Liquidität die Probleme einfach zudecken.

Nebenwirkung Inflation?

Die ultra-lockere Geldpolitik der wichtigsten Notenbanken aus den Industrieländern lässt zudem regelmäßig Inflationsängste aufkommen, obwohl aktuell in der breiten Wirtschaft aufgrund der schwachen Konjunktur kaum Inflationsdruck vorhanden ist. Die Preissetzungsmacht der Unternehmen ist gering und auch die Arbeitnehmerseite besitzt angesichts der hohen Arbeitslosigkeit in vielen EU-Ländern und den USA wenig Verhandlungsmacht bei den Lohnverhandlungen. Die lockere Geldpolitik führt aber zu steigenden Asset-Preisen. Höhere Notierungen bei Rohstoffen (z.B. Öl und Nahrungsmittel) sowie steigende Immobilienpreise in vielen Ländern lassen die Inflationsraten ansteigen. Auch die Steuererhöhungen aufgrund von Spar- und Konsolidierungsmaßnahmen in Südeuropa bewegen die Teuerung nach oben. In der Eurozone stieg die Inflation im September von 2,6 % auf 2,7 % an. Sollte die lockere Geldpolitik den Ölpreis noch weiter antreiben, könnte sich die ursprüngliche Intention der Notenbanken die Konjunktur zu beleben schlussendlich als Bumerang erweisen.

ANLEIHEN IM SPANNUNGSFELD ZWISCHEN NOTENBANKKÄUFEN UND INFLATIONSRSIKEN

Konsens und Semper Constantia Privatbank – Rentenmärkte 4. Quartal 2012

| Land | 28.09.2012 | Konsens* | Semper Constantia |
|-------------|------------|----------|-------------------|
| Deutschland | 1,44% | 1,60% | 1,70% |
| USA | 1,63% | 1,80% | 1,80% |
| Japan | 0,77% | 0,90% | 0,80% |

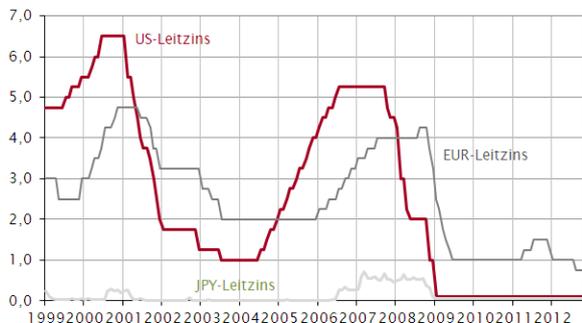
* Quelle: Consensus Prognosen / 10-jährige Laufzeiten, Stand: 10. September 2012

EZB fährt schwere Geschütze auf...

Sowohl die Europäische Zentralbank als auch die US-Notenbank verkündeten im September weitere expansive Maßnahmen, welche die Stimmungslage verbessern und die Angst vor einer Eskalation der Finanzkrise eindämmen sollen, was schlussendlich auch die Konjunktur beleben könnte. Die EZB präzisierte ihre Pläne direkte Käufe von Staatsanleihen zu tätigen, um bei einzelnen Ländern untragbar hohe Staatsanleihenrenditen zu verhindern. Eine explizite Renditeobergrenze nannte die EZB dabei

nicht. Das Volumen der Staatsanleihenkäufe ist unbegrenzt, wobei die Restlaufzeit der Anleihen zwischen einem und drei Jahren liegen soll. Um den Konsolidierungsdruck für die Krisenstaaten aufrecht zu erhalten, ist ein Reformprogramm unter Aufsicht von ESM bzw. IWF Voraussetzung für die Anleihenkäufe der EZB. Zudem kündigte die EZB an, die durch die Anleihenkäufe neu geschaffene Notenbankliquidität wie schon beim früheren SMP-Programm wieder abzuschöpfen. Ziel der EZB ist es, mit diesen Maßnahmen eine angemessene Transmission der Geldpolitik

LEITZINSEN



Quelle: Bloomberg

in der gesamten Eurozone zu erreichen, die seit Ausbruch der Krise durch hohe Kreditrisikoprämien einzelner Länder gestört war.

...und Fed legt mit QE 3 nach

Auch die Fed hat ihre geldpolitischen Schleusen im September wieder weit geöffnet. Im Rahmen von Quantitative Easing 3 sollen ab sofort monatlich hypothekenbesicherte Wertpapiere im Volumen von 40 Mrd. US-Dollar am Markt gekauft werden, wobei diese Summe sogar noch aufgestockt wird, sollte sich die Lage am Arbeitsmarkt nicht substantiell verbessern. Zeitliches Limit gibt es keines, und selbst wenn die Konjunktur wieder Fahrt aufnehmen sollte, wird die ultra-lockere Geldpolitik noch eine Weile beibehalten. Darüber hinaus kündigte die Fed an, das äußerst niedrige Leitzinsniveau von 0 % bis 0,25 % bis mindestens Mitte 2015 beizubehalten. Die von der Fed ergriffenen Maßnahmen gleichen einer Verzweiflungstat, denn die Notenbank findet kein wirksames Rezept gegen die schwächelnde Konjunktur.

GELDMARKTZINSEN



Quelle: Bloomberg

Wie wirkt Draghi-Put auf Staatsanleihen?

Die EZB stemmt sich somit gegen eine Eskalation der Staatsschuldenkrise in Europa, und die Fed kämpft mit allen Mitteln gegen die sich in den Daten abzeichnende Konjunkturverlangsamung. Die Staatsanleihenmärkte müssen nun abwägen, wie glaubhaft und nachhaltig die Notenbankmaßnahmen wirken oder ob doch die grundlegenden Probleme eines Tages wieder zum Vorschein kommen. Sollten die Notenbankmaßnahmen für lange Zeit zu einer Beruhigung an den Finanzmärkten führen, sollten sich sichere Häfen wie US-Treasuries oder deutsche Bundesanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen der Eurozonen-Peripherieländer schlechter entwickeln. Denn durch die EZB-Käufe werden die Staatsanleihenrenditen der Eurozonen-Peripherieländer im kurzfristigen Bereich niedrig gehalten, was auch am langen Ende eine neuerliche Eskalation wenig wahrscheinlich macht. Zudem lässt die Rolle Deutschlands als wichtigster Garantiegeber und Nettozahler im Euroraum einzelne Investoren den Status

10-JÄHRIGE DEUTSCHE STAATSANLEIHEN



Quelle: Bloomberg

10-JÄHRIGE US-STAATSANLEIHEN



Quelle: Bloomberg

deutscher Bundesanleihen als sicherer Hafen hinterfragen.

Kann Inflation zum Thema werden?

Aufgrund der hohen Notenbankliquidität insbesondere in den USA könnte das Inflationsthema wieder verstärkt am Anleihenmarkt diskutiert werden. Steigende Asset-Preise (bei Rohstoffen wie z.B. Öl und in vielen Ländern auch bei Immobilien) geben Anlass zur Sorge. Vor diesem Hintergrund sind neue Rekordtiefs bei deutschen Bundesanleiherenditen in den kommenden Monaten wenig wahrscheinlich. Den großen Ausverkauf der sicheren Häfen erwarten wir dennoch nicht, weil Konjunktur- und Systemrisiken jederzeit wieder auftreten könnten. So dürften beispielsweise Italien und Spanien erst unter Druck um Hilfe beim EFSF/ESM ansuchen und bis dahin wird die EZB auch keine Staatsanleihen dieser beiden Länder kaufen. Außerdem wird für risikoaverse Investoren auch in Zukunft kein Weg an US-Treasuries oder deutschen Bundesanleihen vorbeiführen. Die Renditen zehnjähriger deutscher Bundesanleihen erwarten wir in diesem von konträren Faktoren geprägten Umfeld in den kommenden drei Monaten in einer breiten Trading Range zwischen 1,2 % und 2,2 %, wobei wir unser Quartalsziel in der Mitte dieser Bandbreite ansetzen.

Unternehmensanleihen:

Risiken im Auge behalten

Trotz des global schwachen Konjunkturfeldes behaupten sich Unternehmensanleihen bisher gut. Vor dem Hintergrund der Staatsschuldenkrise wurden Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen interessanter und verglichen mit dem Aktienmarkt erfreut sich die Anlageform einer deutlich geringeren Volatilität. Die ultra-lockere Geldpolitik der globalen Notenbanken hat zudem die Befürchtungen des Marktes einer Zuspitzung der Staatsschuldenkrise und eines Konjunkturabsturzes in den Hintergrund treten lassen.

Das Ausblenden jeglicher Risiken bei den Marktteilnehmern mahnt uns aber zur Vorsicht. Angesichts der eingepreisten Euphorie bei vielen riskanteren High-Yield-Titeln ist einiges an Rückschlagspotenzial vorhanden. Doch auch bei den Topschuldnern werden angesichts der immer weiter zusammenschmelzenden Risikoaufschläge die Kaufgelegenheiten rar. Wir bevorzugen derzeit das BBB-Segment im mittleren bis langen Laufzeitbereich und das BB-Segment im kürzeren Laufzeitbereich. Bei der Sektorenauswahl meiden wir Bankanleihen aufgrund des erhöhten Risikos (schwache Konjunktur, regionale Immobilienblasen, Staatsschuldenkrise, Diskussionen um erhöhte Verlustbeteiligung der Gläubiger).

Alternative Emerging-Markets-Anleihen

Die lockere Geldpolitik in den Industriestaaten und verhältnismäßig robuste Konjunkturdaten in den Emerging Markets verhalfen EM-Hartwährungsanleihen zu Kursgewinnen. Zusätzlich profitierten die Kurse ausgewählter Lokalwährungsanleihen von Zinssenkungsfantasien in einzelnen Ländern (z.B. Polen, Ungarn). Das tiefe Renditeniveau in vielen Industriestaaten macht Anleihen von Ländern mit guten Verschuldungsdaten, geringem politischen Risiko und soliden ökonomischen Kennzahlen für Anleger interessanter. So werden beispielsweise polnische oder tschechische EUR-Anleihen zu einer Alternative für krisengeschüttelte Eurozonen-Staatsanleihen. Angesichts hoher Event-Risiken und der bisher außerordentlich guten Performance in diesem Jahr setzen wir auf eine defensive Länderausrichtung (z.B. Polen, Russland, Tschechien, Türkei). Gleichwohl wird die günstige Liquidität aus den Industriestaaten auch in Zukunft zu einem guten Teil in die Wachstumsmärkte fließen, weshalb speziell Lokalwährungsanleihen, aber auch Hartwährungsanleihen mittelfristig sehr interessante Renditechancen bieten.

AKTIEN INTERESANT, ABER NICHT MEHR EXTREM GÜNSTIG

Konsens und Semper Constantia Privatbank - Aktienmärkte 4. Quartal 2012

| Land | | 28.09.2012 | Konsens* | Semper Constantia |
|------------|------------------|------------|----------|-------------------|
| Österreich | ATX | 2.090 | 2.250 | 2.180 |
| Europa | DJ EURO STOXX 50 | 2.454 | 2.450 | 2.450 |
| USA | S&P 500 | 1.441 | 1.466 | 1.450 |
| Japan | TOPIX | 737 | 758 | 730 |

* Quelle: Konsens Prognosen, Stand: 28. September 2012

Volatiles Aktienumfeld

Diverse Problemfelder führten auch 2012 zu einem instabilen Konjunkturumfeld, weshalb sich die internationalen Aktienmärkte in den ersten drei Quartalen überaus volatil präsentierten. Nach dem durchaus erfreulichen Jahresauftakt setzte im 2. Quartal, wie schon in den beiden vergangenen Jahren, eine mehrwöchige Abwärtsbewegung an den Märkten ein, weil die positive Wirkung des zweiten langfristigen EZB-Finanzierungsgeschäfts (LTRO) nachgelassen hatte.

Schwache Daten als Wegbereiter

Auf die Stabilisierungstendenzen im Juni folgte eine unverhoffte Sommerrallye, die jedoch nur von geringen Volumina getragen wurde. Hierbei wurden viele Marktteilnehmer ob des mageren Konjunkturausblicks am falschen Fuß erwischt. Praktisch ließ aber gerade dieses schwache Umfeld die Hoffnung auf weiteren Stimulus aufkeimen, was die Aktienmärkte beflügelte. Die Antizipation proaktiverer Notenbanken war richtig, wie die Aussagen und Aktionen von Mario Draghi (EZB) und Ben Bernanke (Fed) bestätigten. Zum einen versprach EZB-Chef Draghi alle notwendigen Mittel einsetzen zu wollen, um eine Rettung sowie Stabilisierung des Euro zu gewährleisten und zum anderen verkündete ihrerseits die Fed das erhoffte QE3-Programm.

Keine klaren konjunkturellen Impulse

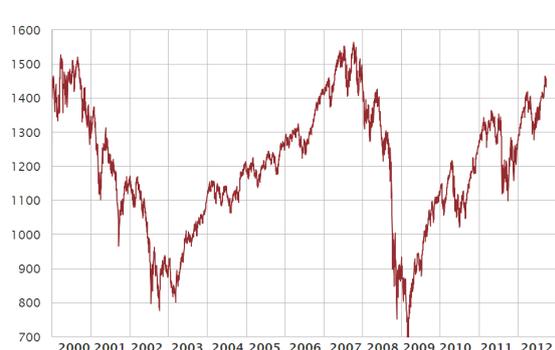
Nachdem nun die Aktienmärkte trotz konjunkturellem Gegenwind neue Jahreshöchststände im September erklommen haben, stellen sich viele Marktteilnehmer die gleiche Frage: Wieviel können die Märkte noch steigen bzw. wieviel ist schon eingepreist? Im Unterschied zu weiteren geldpolitischen Maßnahmen scheint weiterer fiskalpolitischer Stimulus kurz- bis mittelfristig unwahrscheinlich. Dem entgegen steht der enorme Druck zur Haushaltskonsolidierung der industrialisierten Welt. Dies gilt einerseits für die USA, wo mit „debt ceiling“ und „fiscal cliff“ gleich zwei haushaltspolitische Schlagworte weitere Stimuli fast unmöglich machen und andererseits auch für Europa mit seiner hauseigenen Staatsschuldenkrise sowie für Japan, das relativ zum Bruttoinlandsprodukt mit der höchsten Staatsverschuldung zu kämpfen hat. Die Emerging Markets, die in den letzten Jahren als globaler Wirtschaftsmotor agierten, scheinen in den nächsten Monaten auch etwas moderater zu wachsen. So zeichnet sich beispielsweise in China eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums von den zweistelligen Prozentsätzen der letzten Jahre auf unter 8 % für 2012 ab. Angesichts des langsameren Wachstums in den Emerging Markets, welche wichtige Abnehmer für Investitionsgüter darstellen,

EUROPA – DJ EURO STOXX 50



Quelle: Bloomberg

USA – S&P 500



Quelle: Bloomberg

blicken auch exportorientierte Industrieländer – allen voran Deutschland – schwierigeren Zeiten entgegen.

Gewinnschätzungen gehen nach unten

Diesen Vorgaben entsprechend herrscht weiterhin hohe Skepsis bei den Aktienanalysten. Die Gewinnschätzungen für 2012 und 2013 wurden über die letzten Monate hinweg sukzessive nach unten korrigiert und eine Umkehr dieses Trends scheint vorerst nicht in Sicht. Aufgrund dieses Umstandes verschlechtern sich die Bewertungen vieler Aktien bzw. Indizes zunehmend. Daher könnten sogar bei stagnierenden Märkten bei anhaltenden Gewinnrevisionen die Aktienbewertungen unattraktiv werden. Aus diesem Blickwinkel sind die aktuell noch günstigen bzw. moderaten Bewertungen mit Vorsicht zu genießen.

Wann gibt es neue Wachstumsimpulse?

Generell soll aber schon auf die Wichtigkeit und Notwendigkeit der gesetzten umfangreichen Notenbankmaßnahmen, allen voran die der EZB, hingewiesen werden, welche mittelfristig das Risiko eines Eurozerfalls, der für den (europäischen) Finanzsektor systemgefährdend wäre, drastisch reduzieren. Dieser Umstand bringt

zusätzliches Vertrauen zurück und sollte in weiterer Folge auch wieder Investoren anziehen. Inwieweit dies auch zu einem Konsumenten- und Unternehmerstimmungswandel führen wird, kann nur die Zukunft zeigen. Kurzfristig jedenfalls sind positive Wachstumsraten für viele europäische Länder noch nicht in Sicht. Dies ist auch keine neue Erkenntnis: Viele Marktteilnehmer rechnen schon seit Langem mit einem stärkeren Abflauen der Wirtschaft. Die wirklich spannende Frage liegt bei der Frage: „wie lange“.

Aktienrisikoprämie historisch hoch

Für Aktienanlagen haben die Maßnahmen der Notenbanken natürlich auch ein Gutes, nämlich das extrem niedrige Zinsumfeld. Dadurch ist der erwartete Renditeunterschied zwischen Anleihen und Aktien historisch sehr hoch. So bekommt ein Investor bei der Veranlagung in Anleihen durchschnittlicher Bonität rund 2 % bis 3 % Rendite p.a., hingegen notieren Aktien aktuell bei durchschnittlich 8 % Gewinnrendite. Dies bedeutet einen Risikoaufschlag von rund 5 %, der historisch sehr selten zu sehen war. Natürlich kann sich diese Differenz sehr schnell auch wieder ändern – nämlich genau dann, wenn die Gewinne der Unternehmen fallen oder die Anleiherenditen

Immobilienaktien: Ertragsorientiertes Investment

2012 hätte für Immobilienaktien in den ersten drei Quartalen nicht besser laufen können. Die Unterbewertung wurde aufgeholt, die nachhaltig gute Ertragssituation des Underlyings spiegelte sich endlich in den Aktienkursen wider und das Sentiment besserte sich stark. Wo also liegt noch die Fantasie?

Hier kann die Antwort nur lauten: in der Ertragskraft der abgebildeten Immobilien. Wichtige Komponenten wie Cash Flow Wachstum und Dividendenrendite sind stabil mit positivem Ausblick. Entwicklungsprojekte werden fokussiert in einem ausgewogenen Angebots- und Nachfrage-Umfeld fortgesetzt. Besonders hohe Aktivität ist derzeit in der Restrukturierung der Finanzierungsstruktur zu verzeichnen. Es gibt eine große Zahl an Anleiheemissionen und Kapitalerhöhungen, Unternehmensübernahmen und -fusionen sind an der Tagesordnung. All dies trägt zu einer höheren Unabhängigkeit von den krisengeschüttelten Banken bei, die sich vermehrt aus dem Finanzierungsgeschäft zurückziehen. Diese Entwicklung ist positiv für den Sektor, da die Krisenresistenz durch eine längerfristige Finanzierung erhöht wird.

Wir sind derzeit in den USA und in Asien leicht untergewichtet und in Europa übergewichtet, wobei Asien ausgewogen die Regionen Australien, Japan und Hongkong repräsentiert. In Europa bleiben wir unverändert bei unserem Kernportfolio aus Frankreich, Deutschland, Nordeuropa, UK und den Niederlanden. Die USA bilden das klassische Ertragsportfolio aus Bestandsimmobilien ab.

steigen. Mit den attraktiven Gewinnrenditen ist ein weiterer positiver Faktor für die Assetklasse Aktien verbunden: Nämlich die hohe Dividendenrendite. Investoren können derzeit etwa von europäischen Unternehmen eine durchschnittliche Dividendenrendite von rund 3,5 % erwarten.

Bewertung in Summe neutral

In Summe bewerten wir die internationalen Aktienmärkte neutral. Es gibt einige sehr kritische Themen, die eindeutig für fallende Märkte sprechen würden (Rezessionen, fallende Unternehmensgewinne etc.), aber auch viele positive Argumente für ein Aktienengagement (proaktive Notenbanken, gesunde Unternehmensbilanzen, globale Jagd nach Rendite und hohe Aktienrisikoprämien). Die zuvor genannten geldpolitischen Maßnahmen sollten das an den Aktienmärkten zweifelsohne vorhandene Rück-

schlagspotenzial begrenzen. Andererseits dürfte auch mangels aktuell identifizierbarer Auslöser der Spielraum nach oben eingeschränkt sein. Dies deckt sich mit dem Output unserer Aktienmodelle, die in Summe betrachtet noch nicht jene Bedingungen anzeigen, welche eine risikobetonere Haltung indizieren würden. Auch in Anbetracht aller anderen Faktoren stellt eine neutrale bis leicht optimistische Aktienpositionierung unsere favorisierte Variante dar. Der noch immer bestehende Bewertungsabschlag in Europa rechtfertigt dessen regionale Übergewichtung, die jedoch primär über den deutschen Markt erfolgt. Auf Sektorebene haben wir die Untergewichtung bei Finanzwerten abgebaut. Interessant finden wir Technologiewerte und teils auch Industriewerte. Diese dürften weiterhin vom globalisierungsbedingten Rationalisierungsdruck bei vielen Unternehmen profitieren.

ZENTRALBANKEN BEDINGEN UMDENKEN AN DEN DEVISENMÄRKTEN

Konsens und Semper Constantia Privatbank - Währungen 4. Quartal 2012 vs. Euro

| | 28.09.2012 | Konsens* | Semper Constantia |
|---------|------------|----------|-------------------|
| EUR/USD | 1,2930 | 1,2340 | 1,2800 |
| EUR/GBP | 0,7981 | 0,7931 | 0,7950 |
| EUR/JPY | 100,37 | 97,87 | 102,00 |
| EUR/CHF | 1,2099 | 1,2030 | 1,2000 |

* Quelle: Consensus Prognosen, Stand: 10. September 2012

Draghi verhilft EURUSD zu Höhenflug

EUR-Stärke und US-Dollar-Schwäche beflügelten im September das Währungspaar. Zuerst kündigte EZB Chef Draghi unlimitierte Käufe von Staatsanleihen an, um die Renditen niedrig zu halten und Marktspekulationen über die Möglichkeit eines Eurozerfalls entgegen zu wirken. Damit will die EZB den Teufelskreis steigender Renditen, höherer Schuldenbelastungen, höheren Risikos und

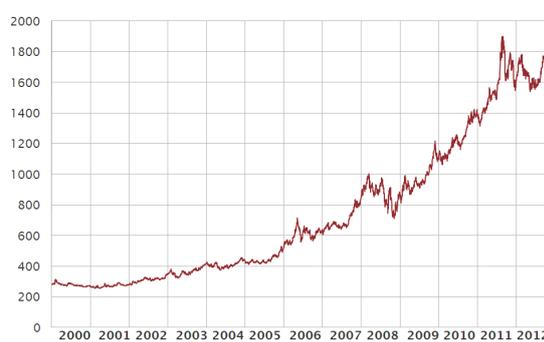
steigender Risikoprämien durchbrechen. Mit den niedrigeren Renditen sollen die europäischen Krisenländer zahlungsfähig bleiben und im Idealfall könnte der tatsächliche Ankauf von Staatsanleihen oder weitere Hilfsprogramme gar nicht mehr benötigt werden. Viele Marktteilnehmer hoffen, dass es sich hierbei um den entscheidenden Schritt zur mittelfristigen Lösung der europäischen Schuldenkrise

EURO VS. SCHWEIZER FRANKEN



Quelle: Bloomberg

GOLD



Quelle: Bloomberg

Rohstoffe gefangen zwischen verhaltener Realwirtschaft und Notenbank-Stimulus

Im Juni 2012 setzte sich zunächst der seit Frühjahr anhaltende negative Trend an den Rohstoffmärkten fort. Nachdem die großen Rohstoffindizes die meiste Zeit des Monats in negativem Bereich verharrten, brachten die letzten beiden Handelstage eine enorme Kursrallye. Insbesondere die Indizes mit einer hohen Gewichtung von Agrarrohstoffen profitierten. Die schlimmste Dürre der letzten zwei Jahrzehnte in den USA sorgte dafür, dass die Getreidepreise regelrecht explodierten. Mais wies einen Kursanstieg von mehr als 50 % von Anfang Juni bis Ende August auf, aber auch Weizen und Sojabohnen legten kräftig zu. Ein weiterer Profiteur war US-Erdgas. Die technische Weiterentwicklung bei der Erdgasförderung (fracking) hat den Gaspreis seit Anfang 2010 massiv fallen lassen. Diese Preisbewegung fand jedoch am 14. Juni ein sehr plötzliches Ende: Nach Bekanntgabe der wöchentlichen Erdgaslagerbestandsdaten in den USA kam es zu einem Preisanstieg von 14,2 %. Am schwächsten entwickelten sich die Industriemetalle. Die Aussichten auf steigende Notierungen hatten sich eingetrübt, da der Sektor am stärksten unter dem sich verschlechternden makroökonomischen Umfeld litt.

Die Ankündigung der Europäischen Zentralbank bei Bedarf entschieden im Sekundärmarkt für europäische Staatsanleihen zu intervenieren, sowie das von der Fed überraschend angekündigte QE 3 befügten im August und September die Rohstoffmärkte. Zusätzlich sorgte ein neuerliches Infrastrukturprogramm in China für Belebung. Die nachfolgende Rallye bei den Industriemetallen stand im Einklang mit den haussierenden Weltaktienmärkten. Die Edelmetalle Silber, Platin und Palladium zählten zu den Rohstoffen mit den höchsten Kursgewinnen im August 2012. Die anderen großen Gewinner unter den Rohstoffen waren Rohöl und Rohölprodukte. Die Indizes mit hohem Anteil an Energierohstoffen wie der S&P Goldman Sachs Commodity Index konnten mit +6,4 % kräftig zulegen. Und auch im September setzte sich die positive Entwicklung zunächst weiter fort. Aktuell hat sich ein Teil der Euphorie bereits wieder gelegt und die Notierungen haben in den letzten Tagen leicht nachgegeben.

Bei Energierohstoffen und im Agrarbereich könnte sich der jüngste Abwärtstrend weiter fortsetzen, wogegen allgemein eher mit einem Seitwärtstrend bis Jahresende zu rechnen ist. Aufgrund der verhaltenen Nachfrageentwicklung und eines robusten Angebotswachstums verfügt momentan kein Energie- und Industriemetallmarkt über wirklich überzeugende Fundamentaldaten. Ungeachtet der jüngsten Geldspritzen durch die Notenbanken und der damit verbundenen Preisrallye müssen die mittelfristigen Kursziele im Einklang mit dem makroökonomischen Bild wohl angepasst werden. Bereits in der Vergangenheit hat QE die Preise von Industriemetallen spürbar befeuert. Die Nachhaltigkeit derartiger Maßnahmen ist jedoch fraglich. Denn die gewünschten Wachstumseffekte haben sich schon mit den ersten beiden Runden nicht wie erhofft eingestellt.

Und Gold? Das gelbe Edelmetall hat in den letzten Wochen wieder zulegen können. Positiv auf den Goldpreis wirkte sich zum einen die Ankündigung der amerikanischen Notenbank, eine weitere monetäre Lockerung durchzuführen, zum anderen die Absicht der Europäischen Zentralbank künftig bei zu hohen Kreditrisikoprämien Anleihen in unbegrenztem Ausmaß zu erwerben. Hinzu gesellte sich schließlich der Beginn der Hochzeitsaison in Indien, was sich traditionell günstig auf die Entwicklung des gelben Edelmetalls auswirkt, weil die physische Nachfrage steigt. Diese drei Faktoren trieben das Gold bis nahe an die Marke von 1800 Dollar je Unze heran. Geht Gold darüber, sollte sich der Aufwärtstrend in Richtung 2.000 US-Dollar beschleunigen.

ÖL



Quelle: Bloomberg

KUPFER



Quelle: Bloomberg

gehandelt hat. Kurz darauf kündigte auch die US-Notenbank umfassende Wertpapierkäufe und niedrige Zinsen bis Mitte 2015 an. Konkret sollen monatlich Immobilienpapiere für rund 40 Mrd. US-Dollar gekauft werden. Durch das Kaufprogramm soll die Zinsbelastung für Hauskäufer gesenkt und der US-Immobilienmarkt gestützt werden. Mit diesen Maßnahmen wurde die Risk-On-Rallye an den Finanzmärkten eröffnet und das Währungspaar EURUSD befindet sich in der nächst höheren Bandbreite 1,28 bis 1,35, Abwärtspotential besteht bis 1,25.

Franken stabil erwartet

Seit dem Jahrestag der Einführung des Mindestkurses von 1,20 konnte das Währungspaar EURCHF zulegen. Der Markt spekulierte auf eine Erhöhung des Mindestkurses auf 1,22, was realwirtschaftlich keine großen Auswirkungen hätte. Sogar nach der Ankündigung der Schweizer Nationalbank den Mindestkurs nicht anheben zu wollen, kam der Wechselkurs nicht unter Druck. Die euphorische Stimmung der „Euro-Rettung“ konnte auch EURCHF beflügeln, wobei sich das Währungspaar als guter Indikator der Euroraumkrise erweist. Die wirtschaftliche Entwicklung der Schweiz spielt derzeit keine Rolle. Wir erwarten im 4. Quartal eine EURCHF-Bandbreite von 1,20 bis 1,22.

Pfund bleibt vorerst stabil

Die Bank of England hat die Wachstumsprognosen für 2014 von 3,1 % auf 2,1 % gesenkt. Die Rezession in Europa schlägt sich spürbar im Außenhandel nieder. Aber auch binnenwirtschaftlich kämpft

Großbritannien mit Arbeitslosigkeit und privater Verschuldung, was eine niedrige Kreditnachfrage mit sich bringt. Währungsseitig hat das Pfund in letzter Zeit als sichere Währung gegenüber dem Euro vor allem dann profitiert, wenn die Eurokrise und Risikoaversion überhand nahm. Seit dem Tief im Juli (0,7750) hat das Währungspaar EURGBP bis auf 0,81 zulegen können. Gespannt erwartet wird der geldpolitische Ausschuss (MPC) im November, der weitere quantitative Lockerungen beschließen könnte. Trotz der negativen Implikationen dieser Maßnahme dürfte sich das Pfund gegenüber dem Euro zumindest stabil halten können.

Boj bekämpft starken Yen

Die Entscheidung der Fed mit weiteren expansiven Maßnahmen gegen die Krise anzukämpfen, brachte auch das Währungspaar USDJPY unter Druck. Der Kurs sackte bis auf 77,13 ab, wobei die vermutete Schmerzgrenze für weitere Interventionen der BoJ derzeit bei rund 75 liegt. Um nicht in diesen Bereich abzurutschen, weitete die BoJ ihr Wertpapierkaufprogramm um 100 Mrd. EUR aus, doppelt so viel wie erwartet. Neben der Bekämpfung von Deflation bleibt auch der starke japanische Yen ein Thema, der nach der Ankündigung des neuen Programmes wieder die Marke von 79 überspringen konnte. Langsam beginnen die Marktteilnehmer die Rhetorik sowie die direkten Interventionen der BoJ zu respektieren, weshalb wir keine weitere Yen-Stärke gegenüber dem US-Dollar erwarten. Somit sehen wir USDJPY bis Jahresende bei rund 80 und EURJPY zwischen 100 und 105.

EURO VS. US-DOLLAR



Quelle: Bloomberg

EURO VS. YEN



Quelle: Bloomberg

DIE MARKTEINSCHÄTZUNG WURDE VON FOLGENDEN EXPERTEN VERFASST



Mag. Leopold Heidenreich
Asset Allocation und Strategie



Mag. Mirjam Santos-Elwin
Währungen



Dr. Stefan Klocker
Asset Allocation und Strategie



Mag. Elisabeth Staudner
Volkswirtschaft



Philipp Musil, MBA
Aktien



Mag. Bernhard Steinkellner
Anleihen



Mag. Ronald Plasser, CIIA
Volkswirtschaft und Anleihen



Mag. Vencislava Toncheva
Volkswirtschaft



MMag. Georg Preis
Aktien



MMag. Silvia Wagner
Immobilienaktien



Gernot Rux
Währungen



Bertram Weigel
Alternatives

Hinweis: Dieses Dokument ist eine unverbindliche Marketingmitteilung gemäß WAG 2007. Die Unterlage dient der Information der Anleger und stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf der genannten Produkte, noch eine Anlageempfehlung dar. Die in diesem Bericht enthaltenen Angaben, Analysen und Prognosen basieren auf dem Wissensstand und der Markteinschätzung der mit der Erstellung dieses Berichtes betrauten Personen zu Redaktionsschluss. Semper Constantia Privatbank Aktiengesellschaft übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit der im Bericht enthaltenen Informationen und/oder für das Eintreten der Prognosen. Dieser Bericht richtet sich ausschließlich an Marktteilnehmer, die in der Lage sind, ihre Anlageentscheidungen eigenständig zu treffen und sich dabei nicht nur auf die Einschätzung und Prognosen der Semper Constantia Privatbank Aktiengesellschaft stützen. Die Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse der Anleger hinsichtlich Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung einer Veranlagung zu.

Medieninhaber (Verleger), Herausgeber:

SEMPER CONSTANTIA PRIVATBANK AKTIENGESELLSCHAFT, A-1010 Wien, Bankgasse 2, T +43 (1) 536 16-0
Die Angaben nach § 25 Mediengesetz (MedienG) finden sich auf <http://www.semperconstantia.at/impresum.htm>