



Kapitalmarktperspektiven

Januar 2013

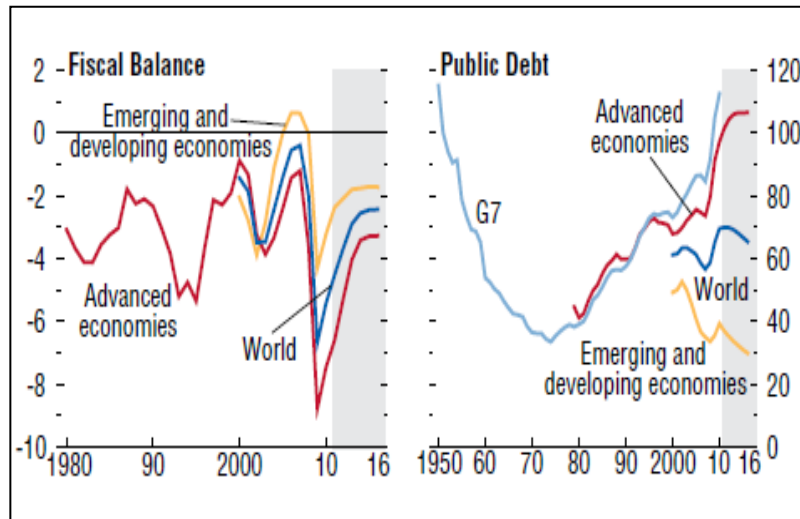


KURZÜBERBLICK: Annahmen und Perspektiven	3
1 KONJUNKTUR INTERNATIONAL	4 - 16
1.1 Schuldenkrise: Maßnahmen der EZB haben Stress am Finanzmarkt und für Banken reduziert	5 - 8
1.2 Weltwirtschaft: Keine nachhaltige Erholung, aber auch keine Rezession	9 - 10
1.3 Schwellenländer: Erste positive Signale, aber noch keine durchgreifende Verbesserung	11 - 13
1.4 Welthandel: Geringere Wachstumsraten, Frachtraten auf niedrigem Niveau	14 - 15
1.5 Rohstoffe: Nachlassender Preisdruck	16
2 KONJUNKTURPERSPEKTIVEN USA, JAPAN, EUROPA	17 - 32
2.1 USA: Zuletzt wieder bessere Daten, Erholung des Immobilienmarktes stützt	18 - 21
2.2 Japan: Globale Konjunkturschwäche macht sich bemerkbar	22
2.3 Deutschland: Verhaltene Aussichten für 2013	23 - 27
2.4 Euroland: Rezession in der Peripherie – Mangelnde Wettbewerbsfähigkeit nur langfristig lösbar	28 - 32
3 RENTENMÄRKTE	33 - 43
3.1 Geldpolitik: Notenbanken geben Vollgas	34 - 35
3.2 Kapitalmarktrenditen: Zinsprognose für Bundesanleihen, Ratings europäischer Staatsanleihen und ausstehendes Anleihevolumen	36 - 41
3.3 Unternehmens- und Schwellenländeranleihen: Sinnvolle Anlagealternativen im derzeitigen Niedrigzinsumfeld	42 - 43
4 WÄHRUNGEN	44 - 45
4.1 EUR/USD: Euro gerät wegen der Schuldenkrise mittelfristig wieder unter Druck	45
5 AKTIENMÄRKTE	46 - 57
5.1 Marktüberblick	47
5.2 Gewinnschätzungen und Aktienmarktbewertungen für Märkte	48 - 51
5.3 Einflussfaktoren für Sektorgewinne	52 - 53
5.4 Gewinnrevisionstrends internationaler Aktienmärkte	54 - 56
5.5 Schwellenländeraktienmärkte: Gewinnerwartungen und Bewertung	57
6 ASSET ALLOCATION	58 - 61
6.1 Aussichten für Immobilien- und Aktienmärkte	59
6.2 Konjunkturzyklusmodell erholt sich – Politik und Notenbanken dominieren	60
6.3 Datenmonitor und relative Wertentwicklung von Aktien- und Rentenmärkte	61

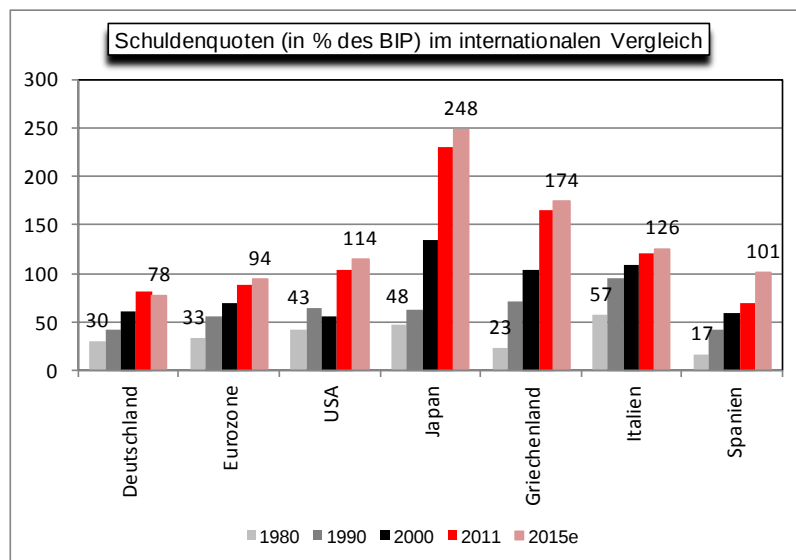
- Die **Schuldenkrise** und die schwache wirtschaftliche Entwicklung in den Ländern der Eurozone stellen auch für das Jahr 2013 **das größte Risiko** für die Weltwirtschaft dar. In vielen Industrie- und Schwellenländern haben sich die Frühindikatoren zuletzt wieder etwas verbessert. Hinzu kommt, dass sich die politischen Parteien in den USA auf einen **Kompromiss im Haushaltsstreit** geeinigt haben, womit negative Folgen für die Weltwirtschaft zunächst abgewendet werden konnten. Angesichts des anhaltenden Konsolidierungsdrucks aufgrund der Verschuldung der öffentlichen und der privaten Haushalte bleibt das konjunkturelle Umfeld in den Industrieländern jedoch schwierig. Dagegen werden die Schwellenländer auch in diesem Jahr für den Großteil des globalen Wachstums verantwortlich sein. Geringere Inflationsraten und eine im Durchschnitt bei weniger als 40% liegende Staatsverschuldung ermöglichen eine Fortführung oder sogar Ausweitung der expansiven Geld- und Fiskalpolitik. Alles in allem erwarten wir zunächst **keine wesentliche Veränderung bei der Dynamik der Weltwirtschaft**.
- **Inflation** ist trotz der expansiven Geldpolitik der Notenbanken **kein Thema**. Stabile Rohstoffpreise und eine schwache Konjunkturentwicklung bewirken, dass die Inflationsraten in den kommenden Monaten leicht sinken werden. Dies ermöglicht den Notenbanken an ihrer äußerst **expansiven Geldpolitik** festzuhalten. In den Schwellenländern besteht Spielraum für weitere Zinssenkungen; in den Industrieländern werden die Notenbanken ihre **Bilanzen** mit Hilfe weiterer „unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen“ **ausweiten**.
- Die **EZB** hat den Leitzins aufgrund der schwachen Konjunktur bis auf 0,75% gesenkt, eine **weitere Zinssenkung** ist möglich. Zudem hat die EZB im Sommer 2012 angekündigt, unter bestimmten Bedingungen unlimitiert Staatsanleihen aus Krisenländern zu kaufen (OMT-Programm). In den **USA** hat die Fed jüngst beschlossen, neben hypothekenbesicherten Wertpapieren auch weitere **Staatsanleihen aufzukaufen**. Die Leitzinsen sollen so lange niedrig bleiben bis die Arbeitslosenquote deutlich gesunken ist oder die Inflationsrate über die Zielmarke der Notenbank ansteigt. Auch die japanische Notenbank hat wegen des zunehmenden politischen Drucks ihr Wertpapieraufkaufprogramm massiv ausgeweitet und überlegt, ihr Inflationsziel nach oben anzupassen.
- Die **Renditen für Staatsanleihen** mit gutem Rating sind aufgrund der expansiven Geldpolitik im vergangenen Jahr auf neue Tiefstände gesunken. Solange die Notenbanken die Leitzinsen nicht erhöhen, werden sich die Renditen **nicht nennenswert verändern**. Wer einen realen Vermögenserhalt sicherstellen will, für den scheiden Bundesanleihen oder Staatsanleihen anderer solider Schuldner als Assetklasse genauso aus wie beispielsweise Anleihen von Unternehmen mit einem guten oder sehr guten Rating. High-Yield- und Schwellenländeranleihen halten wir für attraktiv.
- Der Euro hat gegenüber dem US-Dollar nach der Ankündigung der EZB, dass die Einheitswährung unumkehrbar sei, wieder an Wert gewonnen. Diese Entwicklung könnte sich zunächst fortsetzen, die Zins- und Wachstumsdifferenzen sowie die Probleme in der Eurozone sprechen unseres Erachtens aber dafür, dass das weitere **Aufwertungspotenzial des Euro begrenzt** ist.
- Obwohl die Schuldenkrise nicht gelöst ist und das konjunkturelle Umfeld schwierig bleibt, dürfte sich die **Aufwärtstendenz an den Aktienmärkten fortsetzen**. Da die Welt der Anleihen zunehmend unattraktiver wird, drängen die Notenbanken die Kapitalanleger geradezu in risikoreichere Anlageformen. Aktien profitieren dabei gleich von mehreren Aspekten: der niedrigen Bewertung, der immensen Liquidität und der Tatsache, dass die Aktienquoten vieler Anleger so niedrig sind, dass diese kaum noch weiter zurückgehen können.



1 KONJUNKTUR INTERNATIONAL



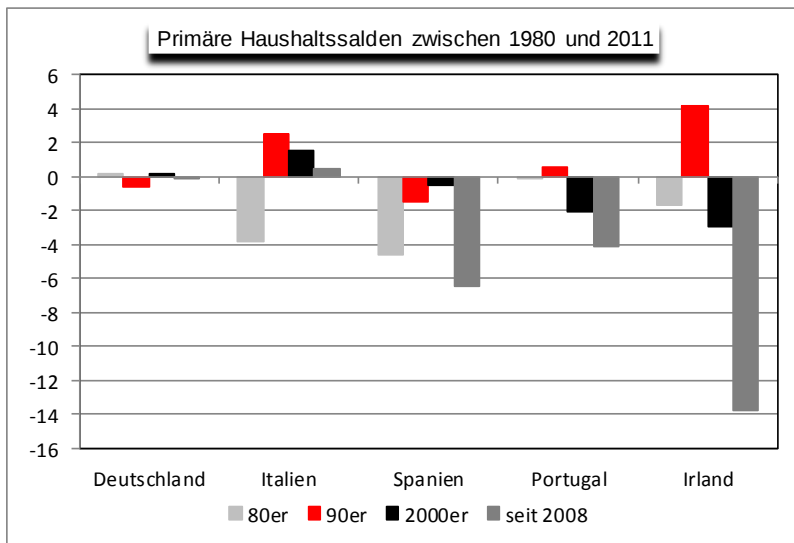
Quelle: IWF, World Economic Outlook, September 2011



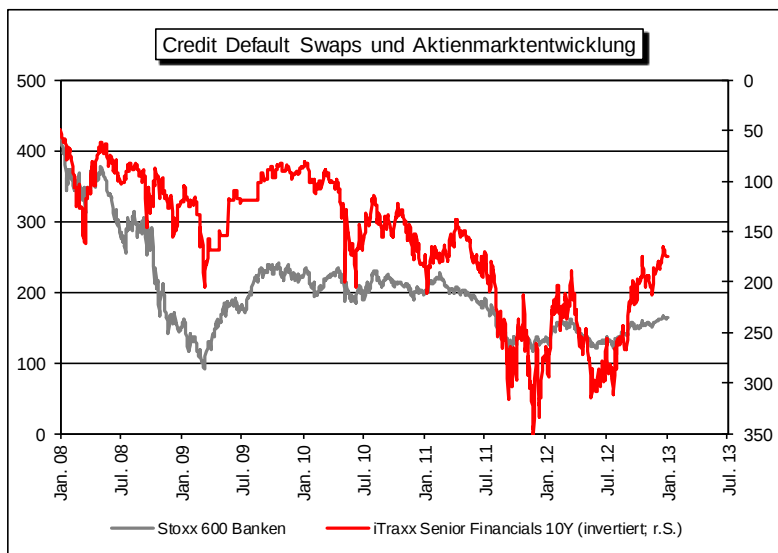
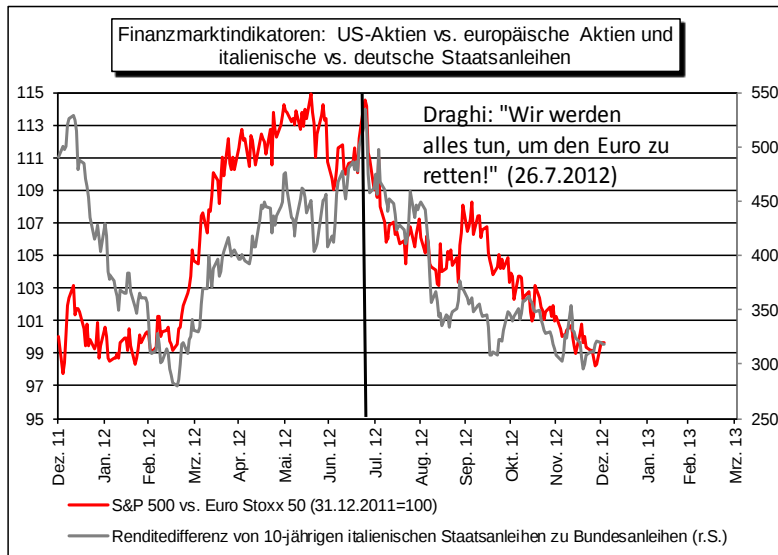
- In den Industrieländern stehen die öffentlichen Haushalte angesichts einer vom IWF erwarteten Schuldenquote von 110% des Bruttoinlandsproduktes unter einem anhaltenden und erheblichen Anpassungsdruck.
- In den Schwellenländern ist die Staatsverschuldung bei einer Schuldenquote von nur 34% zwar kein belastendes Thema, doch führt die Globalisierung dazu, dass sich Konjunkturabschwünge und Krisen in einer Region der Welt wellenförmig ausbreiten und andere Regionen beeinflussen. Vor allem für exportabhängige Volkswirtschaften – und damit für fast alle Schwellenländer – machen sich somit die Sparbemühungen in den Industrieländern konjunkturell negativ bemerkbar.
- Ein Auseinanderbrechen der Währungsunion ist nach der Ankündigung der EZB, Staatsanleihen aufzukaufen zu wollen, unwahrscheinlich geworden. Mittelfristig ist ein solches Szenario dennoch nicht völlig auszuschließen, wenn die notwendigen Reformen nicht eingeleitet oder umgesetzt werden. Aufgrund der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen werden die meisten Länder ihre Defizitziele verfehlen, und die Schuldenquoten steigen in den kommenden Jahren weiter an. Politik und EZB werden aber weiterhin alles daran setzen, den Bestand der Europäischen Währungsunion sicherzustellen.

Zusammenhang zwischen Zinsen, Wachstum, Defiziten damit die Schuldenquote stabil bleibt

	Schuldenquote	nominales Wachstum	durchschnittl. Zinsniveau	Zinsen in % des BIP (Sekundärsaldo)	notwendiger Primärüberschuss	maximales HH-Defizit
Italien	120%	-3%	4,2%	5,0%	8,6%	-3,6%
	120%	-2%	4,2%	5,0%	7,4%	-2,4%
	120%	-1%	4,2%	5,0%	6,2%	-1,2%
	120%	0%	4,2%	5,0%	5,0%	0,0%
	120%	1%	4,2%	5,0%	3,8%	1,2%
	120%	2%	4,2%	5,0%	2,6%	2,4%
	120%	3%	4,2%	5,0%	1,4%	3,6%
	120%	4%	4,2%	5,0%	0,2%	4,8%
	120%	5%	4,2%	5,0%	-1,0%	6,0%
Spanien	69%	-3%	4,3%	3,0%	5,0%	-2,1%
	69%	-2%	4,3%	3,0%	4,3%	-1,4%
	69%	-1%	4,3%	3,0%	3,7%	-0,7%
	69%	0%	4,3%	3,0%	3,0%	0,0%
	69%	1%	4,3%	3,0%	2,3%	0,7%
	69%	2%	4,3%	3,0%	1,6%	1,4%
	69%	3%	4,3%	3,0%	0,9%	2,1%
	69%	4%	4,3%	3,0%	0,2%	2,8%
	69%	5%	4,3%	3,0%	-0,5%	3,5%



- Die Höhe der Staatsschulden wird vom Zinsniveau, dem (nominalen) Wirtschaftswachstum und dem Haushaltsdefizit beeinflusst. Alle drei Variablen stehen in direktem Zusammenhang! So bestimmt das Verhältnis von Haushaltsdefizit und Wachstum die Schuldenquote. Zur Erfüllung der Maastricht-Kriterien (HH-Defizit: 3%, Schuldenquote: 60%) ist ein nominales Wirtschaftswachstum von 5% erforderlich!
- Das Haushaltsdefizit eines Staates hängt seinerseits vom Zinsniveau und dem nominalen Wachstum ab. Sind die Zinsen höher als das Wachstum, steigt die Schuldenquote normalerweise an. Dies kann nur verhindert werden, wenn der Staat einen Primärüberschuss im Staatshaushalt erzielt, seine Einnahmen also die Ausgaben unter Ausklammerung der Zinszahlungen übersteigen.
- Beispiel: Italien hat ein nominales BIP von fast 1.600 Mrd. € und Schulden von 1.900 Mrd. €, also eine Schuldenquote von 120%. Bei einem Wachstum von -1% (-2% real, 1% Inflation) benötigt Italien einen Haushaltsüberschuss von 1,2%, um seine Schuldenquote stabil zu halten. Bei einem Zinssatz von 4% zahlt Italien rund 80 Mrd. € Zinsen, also 5% des BIPs. Damit der HH-Überschuss einen Wert von 1,2% erreicht, benötigt Italien also einen Primärüberschuss von 6,2%. Bei einem Wachstum von 1% reduziert sich der notwendige Primärüberschuss auf 3,8%.

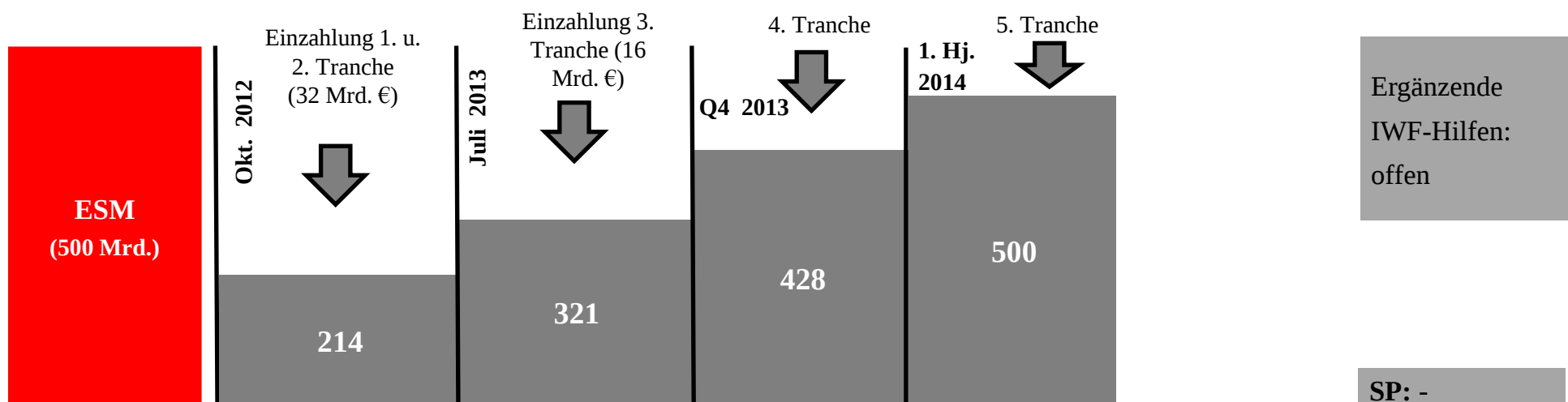


- Die Staatsschuldenkrise begann im Frühjahr 2010 mit dem ersten Rettungsprogramm für Griechenland und hat sich zunächst in höheren Kreditausfallversicherungsprämien für Staatsanleihen der Länder der europäischen Peripherie bemerkbar gemacht. Mittlerweile hat die Krise aber auch andere Marktsegmente erfasst.
- Die Europäische Notenbank hat Ende 2011 und Anfang 2012 zwei Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von jeweils drei Jahren aufgelegt. Dies hat die Planungssicherheit für die Geschäftsbanken erhöht. Zudem haben einige Institute die Mittel aus den Drei-Jahres-Tendern verwendet, um höherrentierliche Staatsanleihen zu kaufen. Das Risiko einer systemischen Bankenkrise hat die EZB durch die Drei-Jahres-Tender erheblich reduziert.
- EZB-Präsident Draghi hat im Juli 2012 angekündigt, alles zu tun, um den Bestand des Euro zu sichern. Es wird damit gerechnet, dass die EZB kurzlaufende Staatsanleihen (bis zu 3 Jahre) am Sekundärmarkt aufkaufen wird, wenn ein Land aus der Peripherie zuvor einen offiziellen Hilfsantrag beim Rettungsfonds ESM gestellt hat. Der Rettungsfonds selbst würde dann Staatsanleihen des betreffenden Landes am Primärmarkt aufkaufen. Die Anleiherenditen aus Ländern der Peripherie sind daraufhin deutlich gesunken.

	Euro-Staaten	EU-Haushalt	Sonst.	IWF	Summe
GR I	52,9			20,1	GR I: 73
EFSM (60 Mrd.)		IR: 22,5 PT: 26			
EFSE (kp. 440 Mrd.)	IR: 17,7 PT: 26 GR II: 144,4		IR: 22,3 (GB, SW, DK, ir. Pensionsfonds)	IR: 22,5 PT: 26 GR II: 28	IR: 85 PT: 78 GR II: 172

Rest: rd. 248

(bis Mitte 2013 einsetzbar)

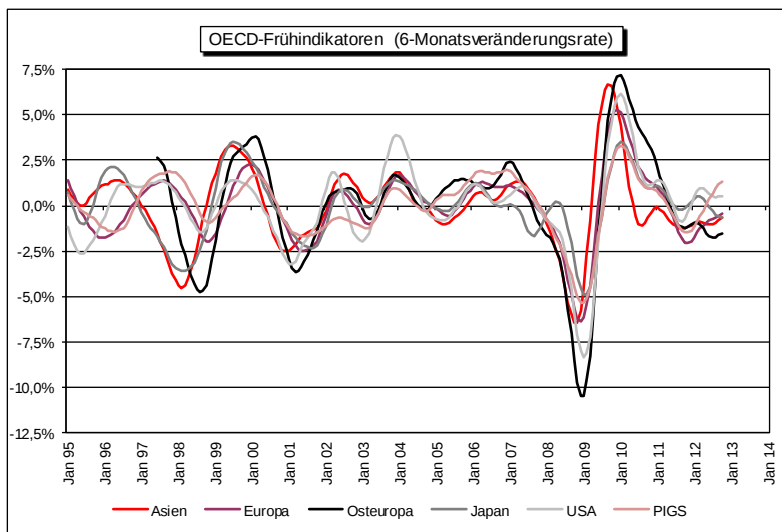
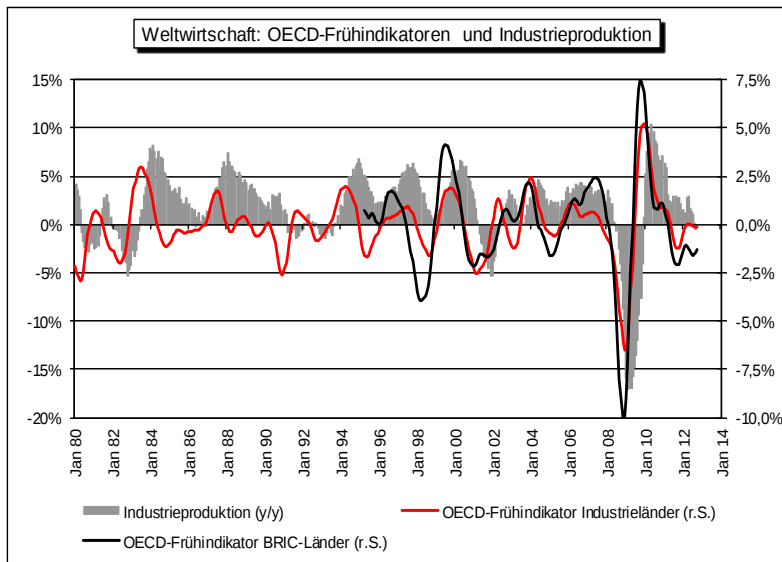


Ergänzende
IWF-Hilfen:
offen

SP: -
ZY: ?

15 % der Finanzhilfen müssen durch eingezahltes Kapital gedeckt sein

SP: bis zu 100
ZY: rund 10



- Vor allem die OECD-Frühindikatoren haben sich bei der Prognose von Wendepunkten im Konjunkturzyklus in den vergangenen Jahren durch eine hohe Treffsicherheit ausgezeichnet.
- Seit dem Jahr 2008 ist eine zunehmend synchronere wirtschaftliche Entwicklung in den verschiedenen Regionen der Welt feststellbar. Damit kommt es zu sich selbst verstärkenden konjunkturellen Effekten, die im Aufschwung positiv und im Abschwung negativ wirken. Wenn sich diese Entwicklung fortsetzt, könnte es in Zukunft zu kürzeren und volatileren Konjunkturzyklen kommen.
- Die OECD-Frühindikatoren haben sich in den vergangenen Monaten ohne klare Tendenz gezeigt. Der IWF hat seine Wachstumsprognosen für die Jahre 2012 und 2013 im Oktober des vergangenen Jahres nochmals nach unten revidiert und prognostiziert nun ein globales Wachstum von 3,3% (bisher: 3,5%) bzw. 3,6% (bisher: 3,9%).
- Die größten Risiken für die Weltwirtschaft: 1. Eskalation der Schuldenkrise in Europa, 2. Konjunktur- und Staatshaushaltsrisiken in den USA, 3. deutliche Konjunkturabschwächung in den Schwellenländern, 4. starker Renditeanstieg an den Rentenmärkten, 5. geopolitische Risiken (China-Japan-Konflikt, Iran).

1 Konjunktur International Perspektiven für die Weltwirtschaft

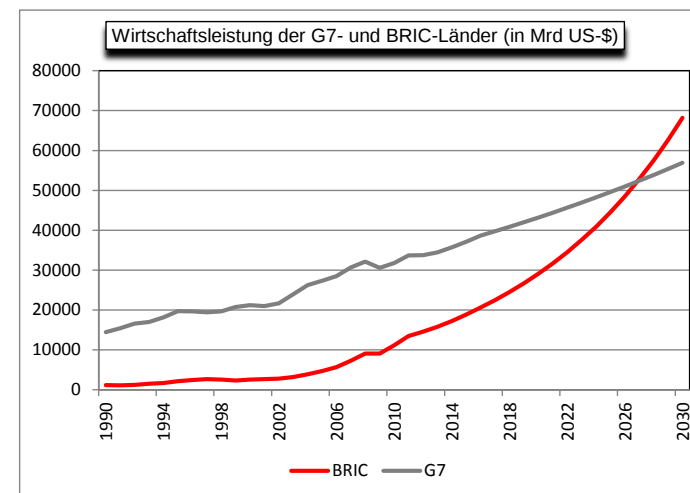


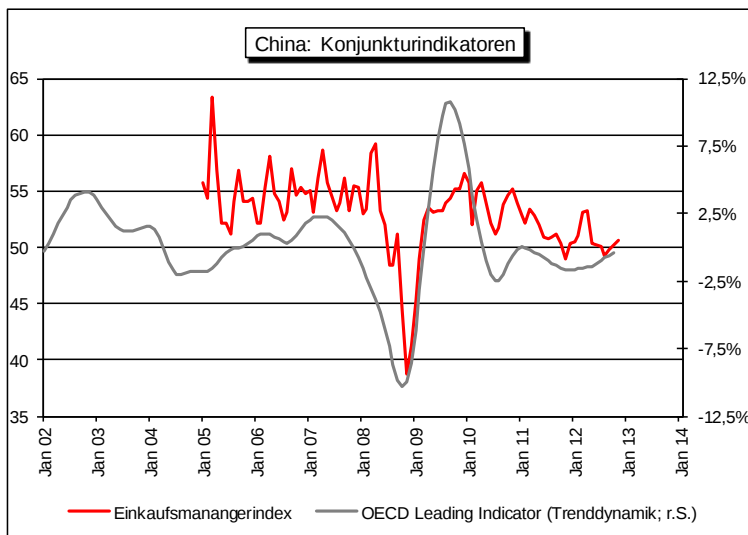
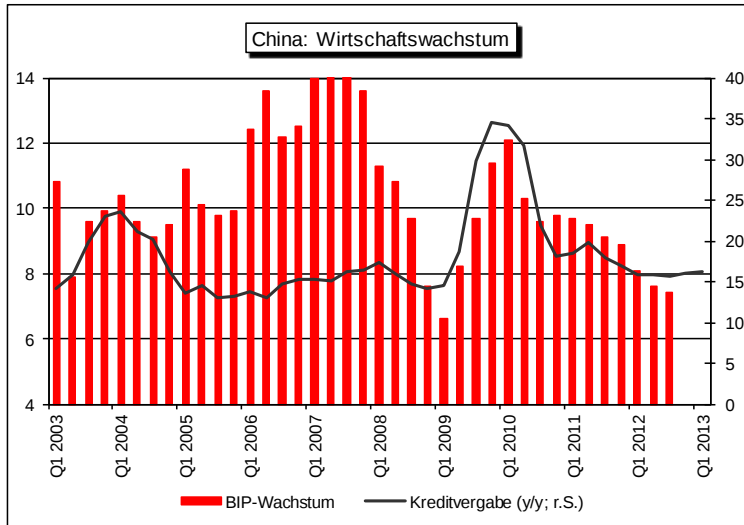
Prognosen des IWF (World Economic Outlook/Fiscal Monitor, Oktober 2012)

	BIP-Wachstum				HH-Defizit		Schuldenquote	
	2010	2011	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Welt insgesamt	5,1	3,8	3,3	3,6				
Industrieländer	3,0	1,6	1,3	1,5	-5,9	-4,9	110,7	113,6
USA	2,4	1,8	2,2	2,1	-8,7	-7,3	107,2	111,7
Japan	4,5	-0,8	2,2	1,2	-10,0	-9,1	236,6	245,0
Euroland	2,0	1,4	-0,4	0,2	-3,3	-2,6	93,6	94,9
Deutschland	4,0	3,1	0,9	0,9	-0,4	-0,4	83,0	81,5
Frankreich	1,7	1,7	0,1	0,4	-4,7	-3,5	90,0	92,1
Italien	1,8	0,4	-2,3	-0,7	-2,7	-1,8	126,3	127,8
Spanien	-0,3	0,4	-1,5	-1,3	-7,0	-5,7	90,7	96,9
Großbritannien	1,8	0,8	-0,4	1,1	-8,2	-7,3	88,7	93,3
Kanada	3,2	2,4	1,9	2,0	-3,8	-3,0	87,5	87,8
Andere Industrieländer	5,9	3,2	2,1	3				
Afrika	5,3	5,1	5,0	5,7				
Osteuropa (CEE)	4,6	5,3	2,0	2,6				
Russland	4,3	4,3	3,7	3,8	0,5	0,2	11,0	9,9
Asien	9,5	7,8	6,7	7,2				
China	10,4	9,2	7,8	8,2	-1,3	-1,0	22,2	19,6
Indien	10,1	6,8	4,9	6,0	-9,5	-9,1	67,6	66,7
ASEAN-5	7,0	4,5	5,4	5,8				
Mittlerer Osten	5,0	3,3	5,3	3,6				
Lateinamerika	6,2	4,5	3,2	3,9				
Brasilien	7,5	2,7	1,5	4,0	-2,1	-1,6	64,1	61,2
Welthandel	12,6	5,8	3,2	4,5				

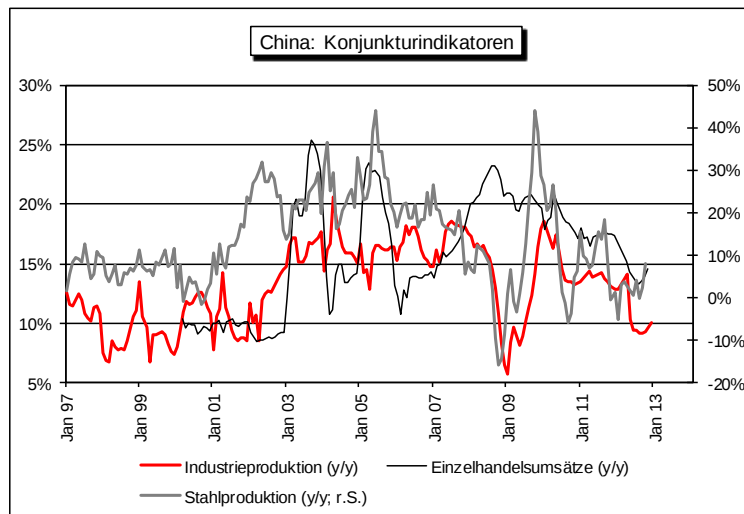
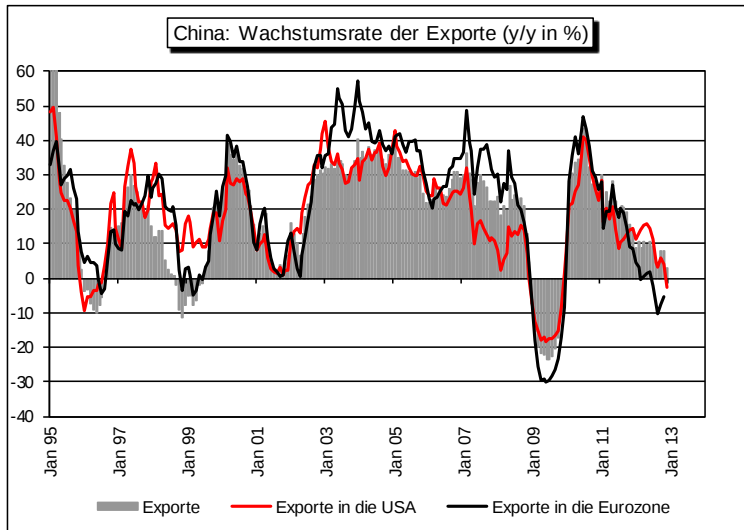
- Die Schwellenländer haben mittlerweile einen Anteil von fast 50% am aggregierten Weltsozialprodukt (basierend auf dem jeweiligen nationalen BIP zu Kaufkraftparitäten). Allein die BRIC-Länder kommen nach dieser Berechnungsmethode auf einen Anteil an der Weltwirtschaft von fast 26%, mehr als die USA (19%) und Europa (14%). Legt man das BIP in USD zugrunde, hat China mit einem BIP von 7,3 Bio USD (2011) einen Anteil von 10%, während Indien, Russland und Brasilien mit einem BIP von gut 1,8-2,5 Bio USD auf einen Anteil von jeweils etwa 3-4% an der Weltwirtschaft kommen.
- In den nächsten 20 Jahren könnten die BRIC-Länder die G7 als größte und wichtigste Wirtschaftsregion ablösen. So gehört Italien bereits nicht mehr zu den eigentlichen G7. Auch die Next-Eleven-Länder haben ein enormes Wachstumspotenzial.

Rang	Land	Bruttoinlandsprodukt (BIP) nominal in Mrd. US-Dollar (2012)
	Welt	71.277
	Eurozone	12.065
1	USA	15.653
2	China	8.250
3	Japan	5.984
4	Deutschland	3.367
5	Frankreich	2.580
6	Großbritannien	2.434
7	Brasilien	2.425
8	Italien	1.980
8	Russland	1.954
9	Indien	1.947
9	Kanada	1.770
10	Spanien	1.340

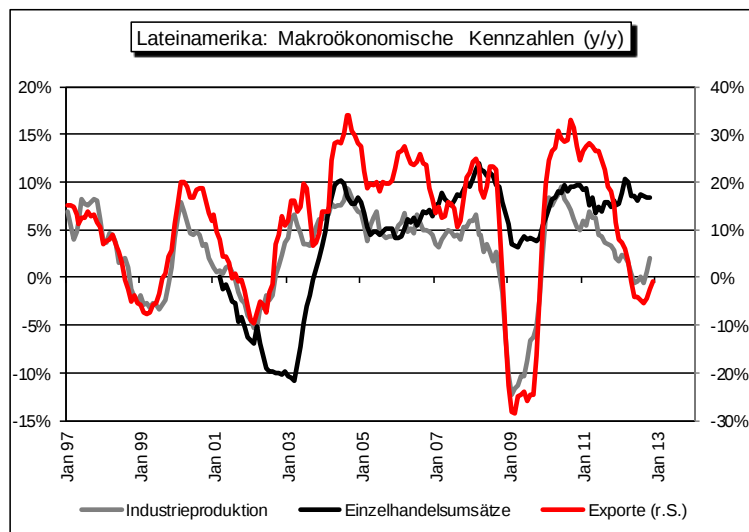
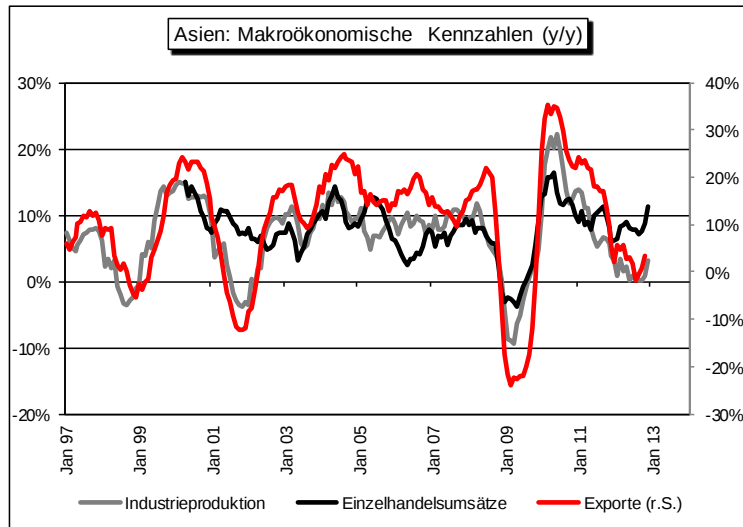




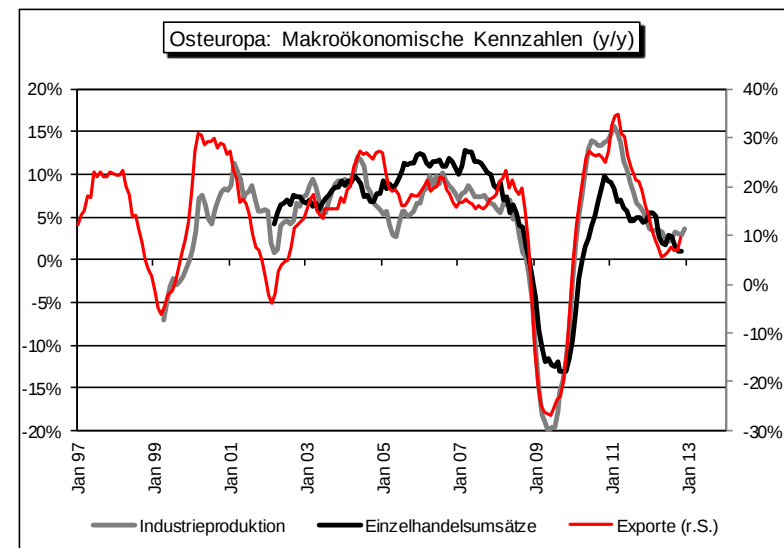
- Das chinesische Wirtschaftswachstum hat sich im 3. Quartal 2012 auf 7,4% abgeschwächt, dies war der geringste Zuwachs seit Anfang 2009. Ausschlaggebend für die geringere Dynamik war in erster Linie ein schwächeres Wachstum der Exporte, das dazu führte, dass der Außenbeitrag negativ zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum beitrug.
- Allerdings deuten die jüngsten Konjunkturdaten aus China darauf hin, dass der Tiefpunkt der wirtschaftlichen Entwicklung durchschritten sein könnte. Sowohl die Einzelhandelsumsätze als auch die Industrieproduktion und die Exporte sind zuletzt wieder stärker gewachsen. Zwar ist noch nicht sicher, ob sich dieser Trend in der nächsten Zeit tatsächlich fortsetzen wird, doch konnte zuletzt bei vielen globalen Konjunkturindikatoren eine leichte Verbesserung festgestellt werden – ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau.
- Da wir davon ausgehen, dass die Perspektiven für ein anhaltend starkes Wachstum der Binnennachfrage intakt sind, dürfte sich das chinesische Wachstum in den nächsten Quartalen bei einer Stabilisierung der Weltwirtschaft und wieder besseren Exportperspektiven erholen. Zudem könnte der politische Führungswechsel dazu führen, dass stärkere fiskalpolitische und geldpolitische Akzente gesetzt werden, die das Wachstum der chinesischen Wirtschaft unterstützen.

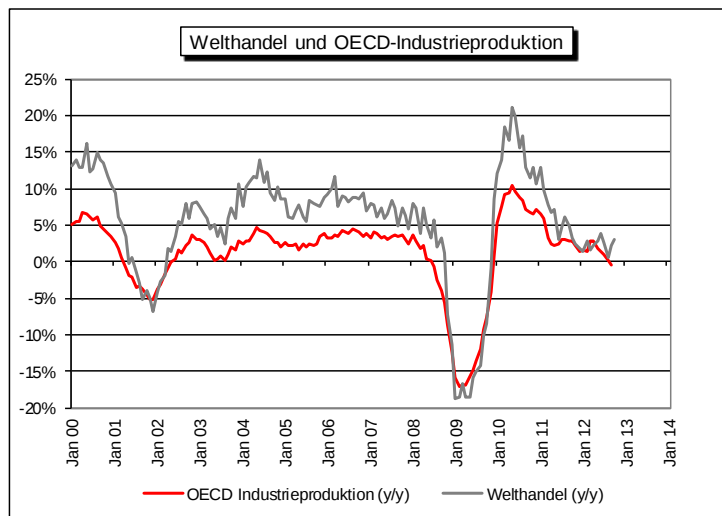
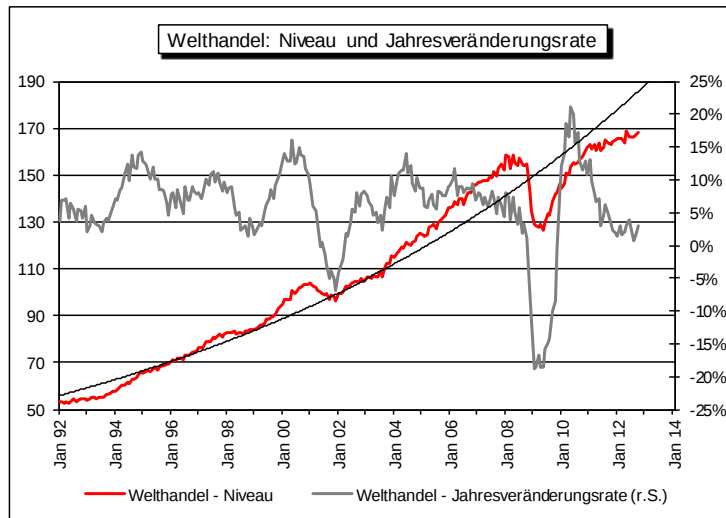


- Ein wichtiger Pfeiler des chinesischen Wirtschaftswachstums der vergangenen Jahre waren die Exporte. Ein Großteil der chinesischen Güter geht in die USA, nämlich rund 18% aller Ausfuhren, während gut 21% der Exporte nach Europa und fast 47% in die asiatischen Nachbarländer gehen. Die Wachstumsrate der Exporte hat sich zuletzt wieder erholt.
- Die Kreditvergabe wurde während der Wirtschaftskrise 2009 massiv ausgeweitet. Dies hat unter anderem dazu geführt, dass die Immobilienpreise besonders in den Metropolen stark angestiegen sind. Folgt man aber den offiziellen Statistiken, dann hat sich dieser Trend wieder abgeschwächt.
- Die wirtschaftspolitischen Spielräume in China sind groß genug, um im Falle einer wirtschaftlichen Abschwächung entschlossen einzugreifen. So verfügt China über die global größten Währungsreserven in Höhe von gut 3 Billionen US-Dollar.
- Wenn sich die Inflationsrate weiter verringert, könnte die Geldpolitik in den kommenden Monaten noch expansiver werden. Allerdings wird die Notenbank aus Furcht vor einer Überhitzung des Immobilienmarktes sehr behutsam vorgehen.

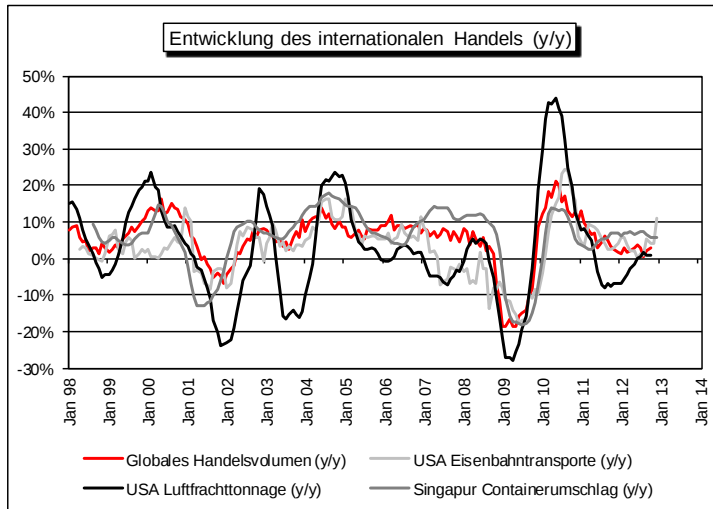


- In fast allen Schwellenländern hat sich das Wachstum wichtiger makroökonomischer Zeitreihen im Laufe des Jahres 2012 deutlich abgeschwächt.
- Dank der konjunkturellen Stabilisierung in vielen Industrieländern sowie einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik in den Schwellenländern haben sich die meisten Daten dort aber zuletzt wieder verbessert können.
- Da die Inflationsraten vergleichsweise niedrig sind, haben viele Notenbanken angesichts von Leitzinsen zwischen 6% in China, 7,25% in Brasilien und 8% bzw. 8,25% in Indien und Russland Spielraum, ihre Geldpolitik weiter zu lockern.

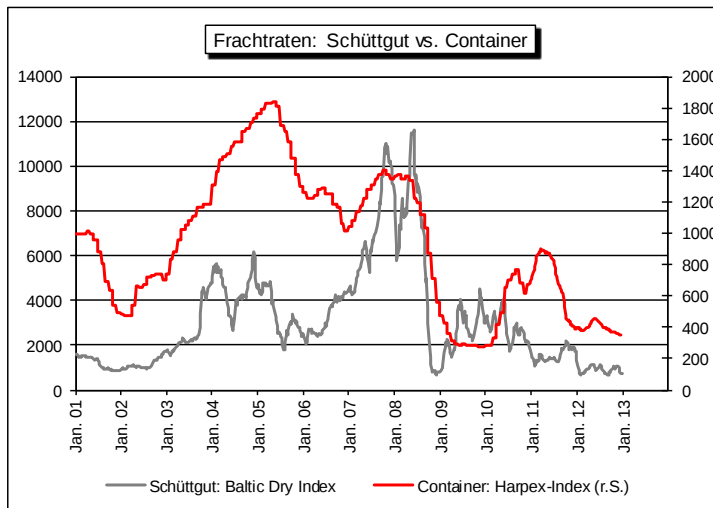




- Seit dem Sommer 2009 hat sich der globale Handel dank der schnellen wirtschaftlichen Erholung in den Schwellenländern von dem zuvor erfolgten Einbruch deutlich erholt. Die Natur- und Atomkatastrophe, die sich im März 2011 in Japan ereignet hat, hat beim Welthandel Spuren hinterlassen: So ist das Handelsvolumen im Frühjahr und Sommer 2011 kaum vom Fleck gekommen und hat erst zum Jahresende wieder zugelegt.
- Mittlerweile liegt das Volumen des Welthandels über dem alten Rekordwert vom Frühjahr 2008. Das schwache Wachstum der Weltwirtschaft macht sich jedoch auch beim internationalen Handel bemerkbar. So führt die zunehmende Globalisierung dazu, dass sich Krisen in einer Region wellenförmig auf andere Regionen auswirken.
- 2011 hat der Welthandel um knapp 7% zugenommen, 2012 hat sich das Wachstum auf etwa 2,5%. Für die kommenden Monate zeichnet sich bislang nur eine leichte Beschleunigung ab, so dass das Wachstum 2013 bei etwa 3-4% liegen dürfte.

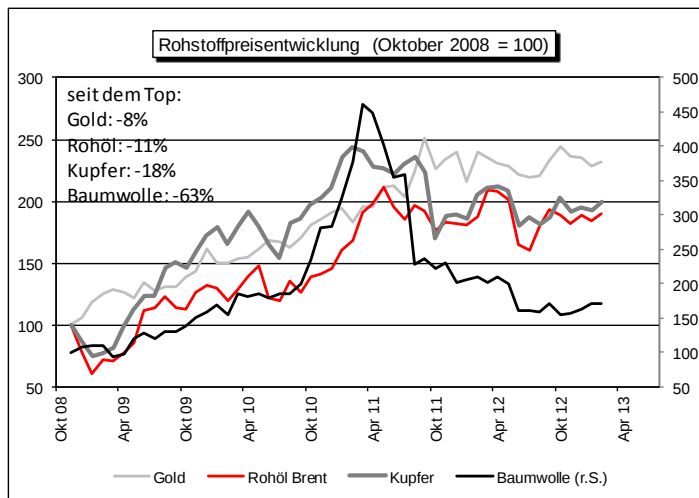
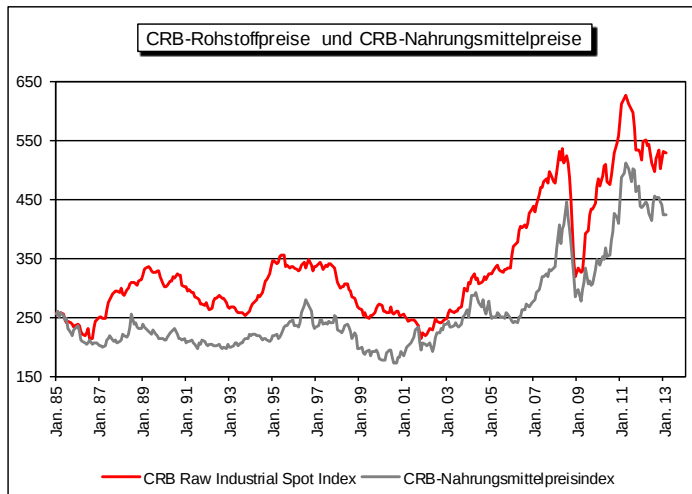


- Für die Schifffahrt ist davon auszugehen, dass der Zuwachs der globalen Handelsflotte zu anhaltendem Preisdruck führen wird, weil die Handelsvolumina weniger stark zunehmen als der zur Verfügung stehende Frachtraum.
- Sowohl der Baltic Dry Index als auch der Harpex-Index für Containerschiffe haben sich in den vergangenen Wochen weiter abgeschwächt. Im historischen Vergleich befinden sich die Frachtraten weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau.



Rohstoffmärkte	Veränderung zum				
	04.01.2013	28.12.2012	03.12.2012	03.10.2012	30.12.2011
CRB Index	551,66	-1,0%	-4,0%	-5,4%	-2,0%
MG Base Metal Index	370,24	3,6%	2,6%	-0,9%	10,7%
Rohöl Brent	112,05	2,1%	1,0%	-0,1%	4,1%
Gold	1645,04	-0,7%	-4,1%	-7,5%	4,5%
Silber	30,91	2,5%	-7,5%	-11,0%	9,7%
Aluminium	2082,50	2,5%	-1,7%	0,4%	4,4%
Kupfer	8136,50	3,4%	1,9%	-1,8%	7,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	706,00	1,0%	-34,4%	-11,5%	-59,4%

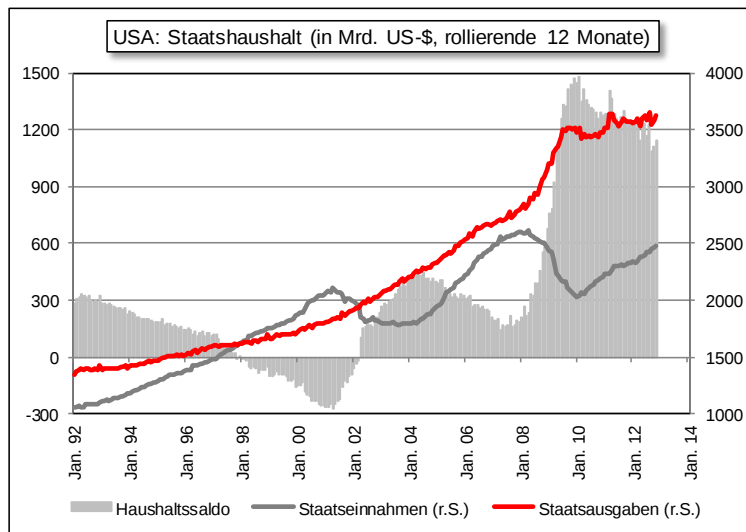
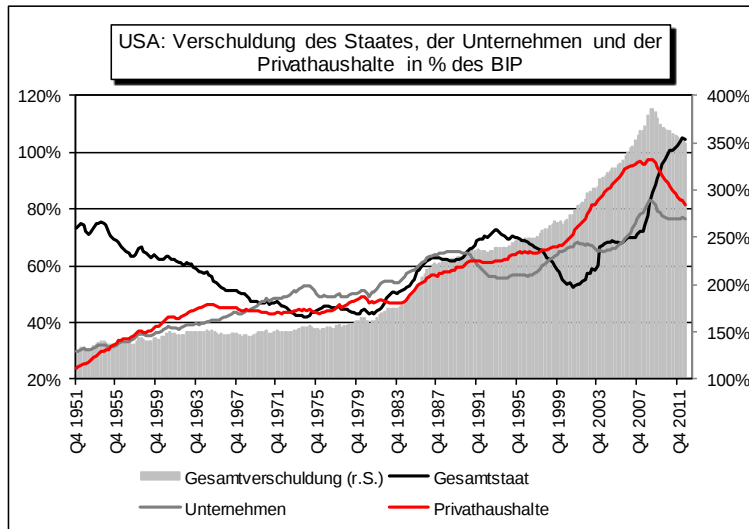
Stand: 04.01.2013 16:27



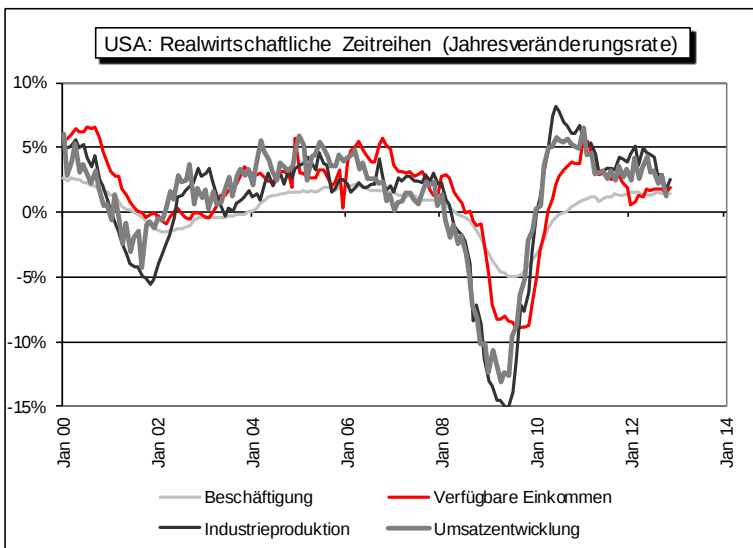
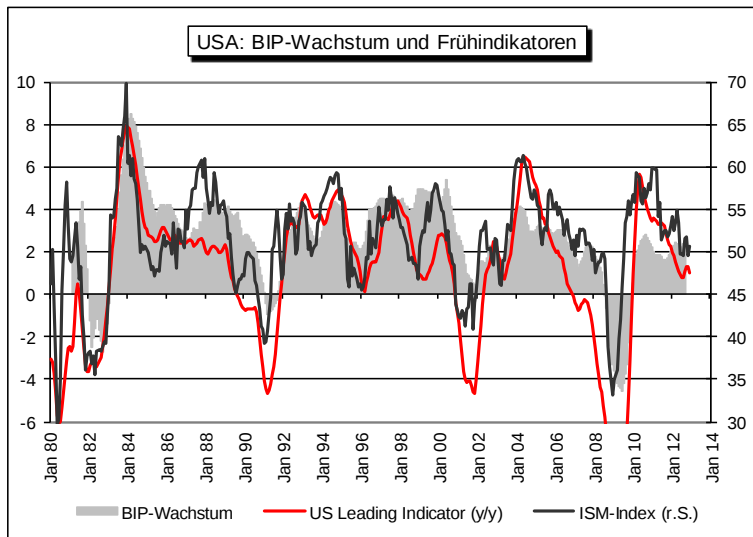
- Nicht nur die hohe Nachfrage aus den Schwellenländern hat die Rohstoffmärkte in den letzten Jahren geprägt, sondern auch der (spekulative) Einfluss der Finanzmärkte.
- Auch langfristig ist bei vielen Rohstoffen mit weiteren Preisanstiegen zu rechnen. Grund hierfür ist die zunehmende Industrialisierung der Schwellenländer, die zu einer stärkeren Nachfrage führt. Um den wachsenden Bedarf zu decken, ist bei vielen Rohstoffen ein Ausbau der Produktionskapazitäten notwendig, der wiederum mit höheren Förderkosten verbunden sein wird.
- Da sich das globale Wachstum verlangsamt hat und derzeit auch keine nachhaltige Beschleunigung erkennbar ist, haben die Unternehmen nur geringe Preisüberwälzungsspielräume. Von daher sollten sich die Rohstoffpreise tendenziell stabil entwickeln. Allerdings führt die sehr expansive Geldpolitik der Notenbanken dazu, dass viel Kapital in die Rohstoffmärkte fließt. Vor allem der Goldpreis könnte von den Inflationssorgen vieler Anleger profitieren.



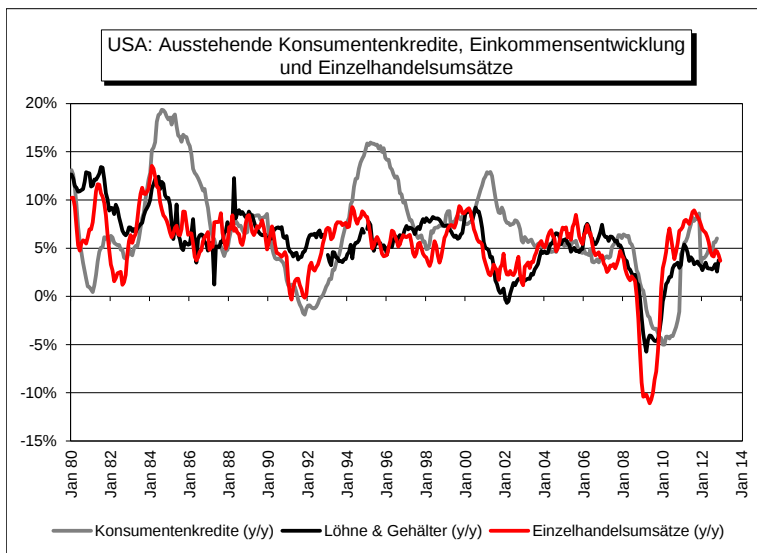
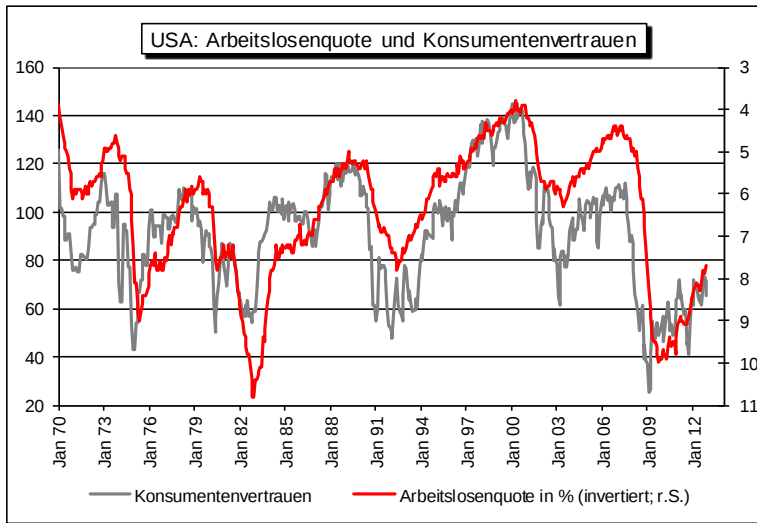
2 KONJUNKTURPERSPEKTIVEN USA, JAPAN, EUROLAND



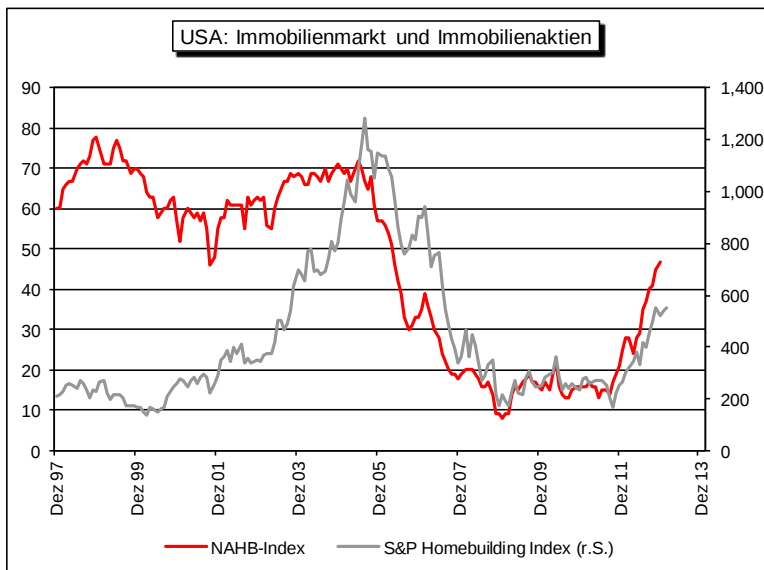
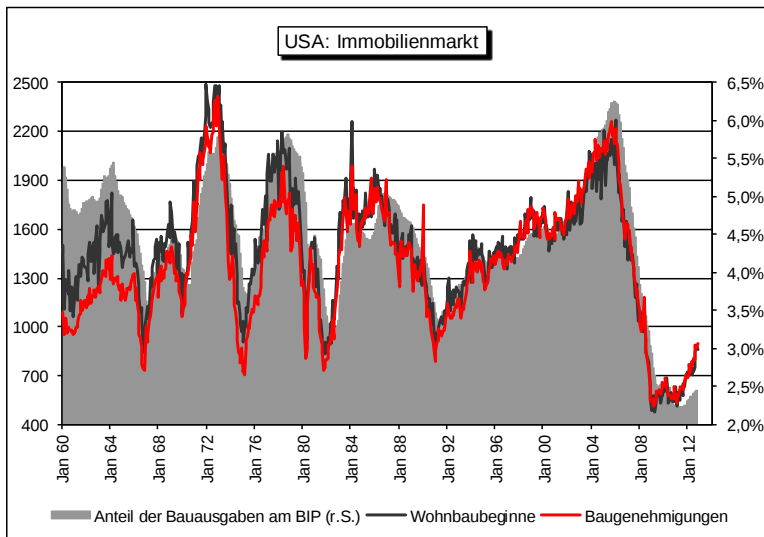
- Der US-Senat und das Repräsentantenhaus haben sich auf einen Budgetkompromiss geeinigt, mit dem die Fiskalklippe (Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen, die einen Rückfall der USA in die Rezession hätten auslösen können) umgangen wird. So wird der Einkommensteuersatz für Amerikaner mit einem Jahreseinkommen von mehr als 400.000 (Familien: 450.000) US-Dollar von 35% auf 39,6% erhöht. Gleichzeitig steigt der Steuersatz für Kapitalerträge und Dividenden von 15% auf 20% (für Gutverdiener) und der Erbschaftsteuersatz von 35% auf 40% (bei einem Freibetrag von 5 Mio. US-Dollar). Die Bezugsdauer von Arbeitslosenunterstützung wird um ein weiteres Jahr verlängert, die automatischen Ausgabenkürzungen dagegen um 2 Monate verschoben.
- Zwar werden Steuererhöhungen für die meisten Amerikaner vermieden, da aber die Rentenversicherungsbeiträge um 2 Prozentpunkte ansteigen, werden die verfügbaren Einkommen der Arbeitnehmer dennoch belastet.
- Da in den USA zudem die Schuldenobergrenze von 16,4 Billionen US-Dollar erreicht ist, müssen sich Demokraten und Republikaner spätestens bis Ende Februar auf eine weitere Anhebung einigen. Da die beschlossenen Steuererhöhungen selbst kaum zur Defizitreduzierung beitragen, wird es dann vor allem um die Frage gehen, welche Ausgaben gekürzt werden können.



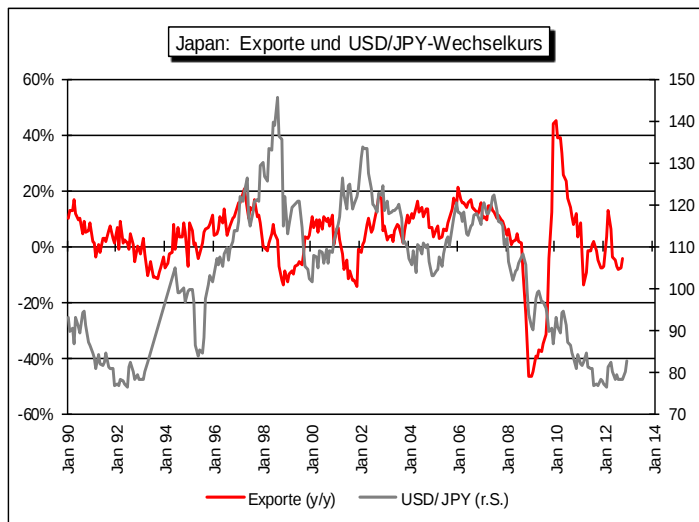
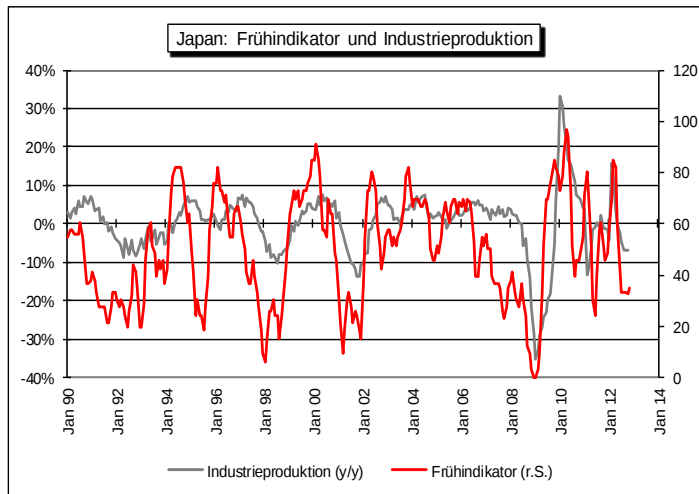
- In den USA sollte sich das moderate Wachstum im Jahr 2013 fortsetzen. Nachdem sich die annualisierte Wachstumsrate im dritten Quartal 2012 auf 3,1% beschleunigt hatte, dürften der Wirbelsturm „Sandy“ und die Unsicherheiten in Bezug auf das „fiscal cliff“ die Wachstumsdynamik zum Ende des Jahres 2012 hin wieder etwas gebremst haben.
- Die zu erwartenden Einsparungen im öffentlichen Haushalt, auf die sich die politischen Parteien in Washington noch verständigen müssen, sowie die Steuer- und Abgabenerhöhungen, die schon beschlossen wurden, werden das US-Wachstum zu Beginn des Jahres 2013 dämpfen. Die wichtigsten Frühindikatoren und realwirtschaftliche Zeitreihen zeigen aber, dass nicht mit einem Rückfall in eine Rezession zu rechnen ist. Positive Wachstumsimpulse gehen von der Erholung des Arbeitsmarktes und vom Immobilienmarkt aus.
- Im Vergleich zu der Eurozone präsentiert sich die US-Wirtschaft in besserer Verfassung und mit besseren Zahlen. Nachdem das reale BIP im Gesamtjahr 2012 um rund 2,3% gewachsen sein dürfte, rechnen wir für 2013 mit einem Wirtschaftswachstum von etwa 1,6%.



- In der vergangenen Rezession haben die US-Unternehmen fast 9 Millionen Arbeitsplätze abgebaut. Seitdem sind aber erst rund 4,6 Millionen neue Jobs geschaffen worden, so dass die Arbeitslosenquote mit 7,7% immer noch hoch ist. Eine „jobless recovery“ ist zwar nicht unüblich, doch verläuft die Erholung diesmal besonders langsam.
- Die Stimmung der Konsumenten hat sich aufgrund der besseren Jobaussichten verbessert, obwohl die Umfragewerte im langfristigen Vergleich immer noch niedrig sind. Das geringe Verbrauchervertrauen ist vor allem auf die anhaltend hohe Arbeitslosenquote zurückzuführen.
- Die verfügbaren Einkommen sind in den vergangenen Monaten (auch in realer Rechnung) etwas stärker angestiegen. Sollte sich die Erholung am Arbeitsmarkt fortsetzen, wovon wir ausgehen, dürften vom privaten Verbrauch in der nächsten Zeit die stärksten Wachstumsimpulse ausgehen – nicht zuletzt auch deswegen, weil die privaten Haushalte wieder mehr (Konsumenten) Kredite aufnehmen und weniger sparen.

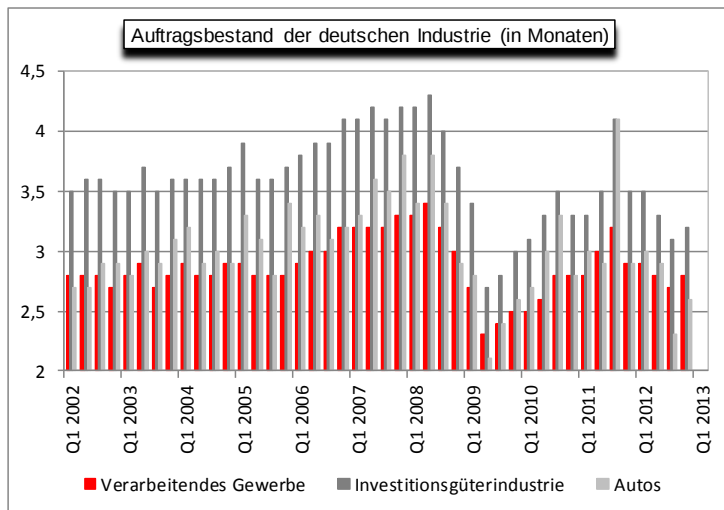
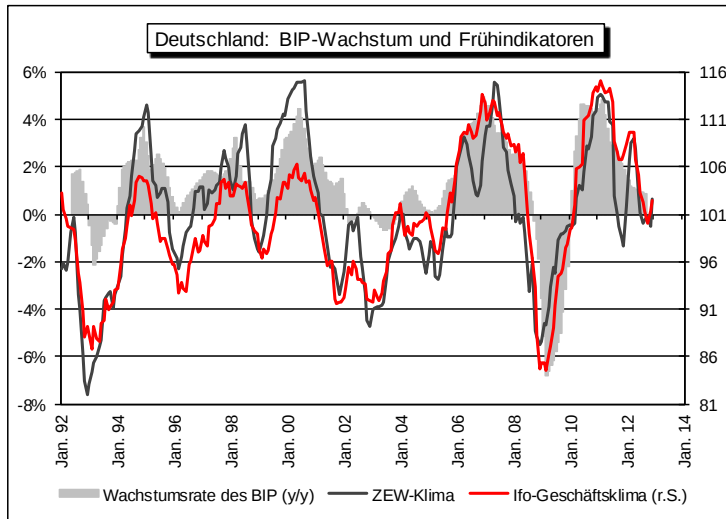


- Die lange Durststrecke am US-Immobilienmarkt ist zu Ende. Zwar befinden sich viele Indikatoren immer noch in der Nähe von historischen Tiefständen, doch dürften sich die Perspektiven weiter verbessern. So hat sich beispielsweise die Erschwinglichkeit eines Häuserkaufes deutlich verbessert. Dies liegt zum einen daran, dass die Immobilienpreise in den vergangenen 5 Jahren deutlich gefallen sind, zum anderen machen auch die gesunkenen Hypothekenzinsen und die gestiegenen verfügbaren Einkommen einen Immobilienerwerb attraktiver.
- Das hohe Überangebot an zum Verkauf stehenden Häusern ist in den letzten Monaten kontinuierlich gesunken, so dass auch der Preisdruck am Immobilienmarkt weiter nachlassen sollte.
- Das Stimmungsbarometer der US-Bauindustrie, der NAHB-Index, ist zuletzt auf den höchsten Wert seit dem Frühjahr 2006 gestiegen. Mit 46 Punkten halten sich Optimisten und Pessimisten fast die Waage. Der enge Gleichlauf dieses Indikators mit US-Immobilienaktien deutet darauf hin, dass die Erholung dieses Marktsegmentes trotz der hervorragenden Wertentwicklung der vergangenen 12 Monate noch nicht zu Ende sein muss. Auch Banken mit einem starken Hypothekengeschäft sollten von der Erholung des Immobilienmarktes profitieren.

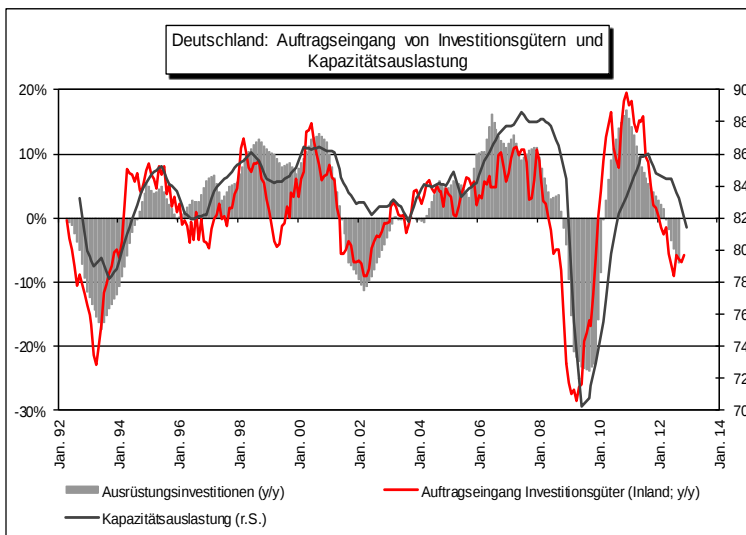
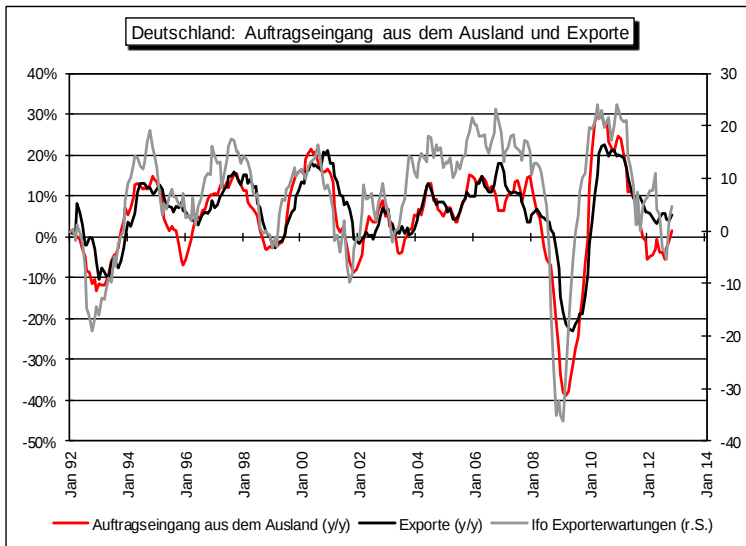


■ In Japan ist das reale Bruttoinlandsprodukt sowohl im 2. als auch im 3. Quartal 2012 gesunken, so dass damit das technische Kriterium einer Rezession erfüllt ist. Bis zuletzt haben sich die japanischen Frühindikatoren weiter verschlechtert, so dass der konjunkturelle Tiefpunkt noch nicht erreicht zu sein scheint. Der Einkaufsmanagerindex lag im November bei 46,5 Punkten, womit ein weiteres Schrumpfen der japanischen Wirtschaft signalisiert wird. Besonders stark haben sich die Exportaufträge abgeschwächt. Japans Unternehmen sind vergleichsweise stark von der derzeit schwächelnden chinesischen Wirtschaft abhängig. Zudem leiden die Unternehmen unter dem hohen Yen-Wechselkurs.

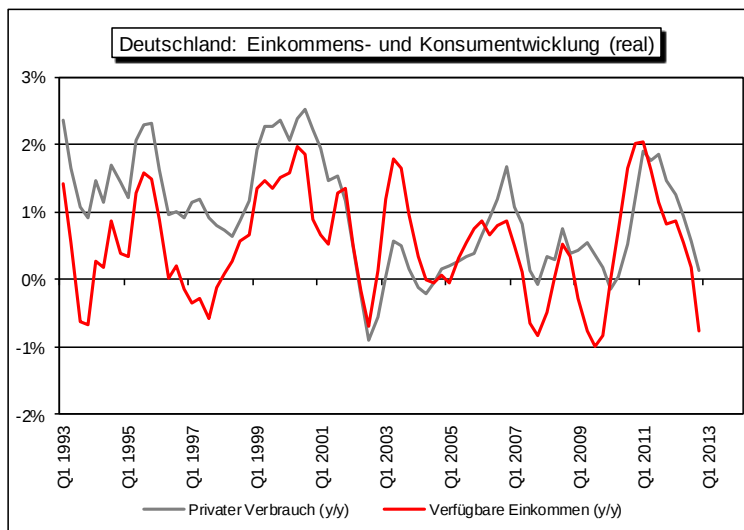
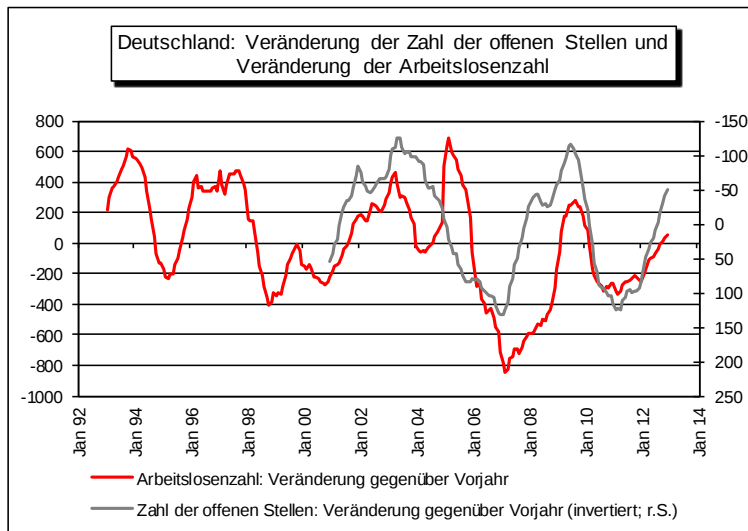
■ Im Dezember 2012 ist in Japan eine neue Regierung gewählt worden. Die LDP wird trotz der hohen Staatsverschuldung einen Nachtragshaushalt beschließen und möglicherweise die von der Vorgängerregierung beschlossene Erhöhung der Mehrwertsteuer rückgängig machen. Zudem übt die neue Regierung Druck auf die Notenbank aus, die einen noch expansiveren Kurs über Wertpapieraufkäufe verfolgen und gleichzeitig ihr Inflationsziel (0-2%) lockern soll, um damit den Yen-Kurs zu schwächen. Die Erfahrungen aus der Vergangenheit deuten darauf hin, dass eine expansive Fiskalpolitik die Verschuldungssituation weiter verschärft, weil die von ihr ausgehenden Wachstumsimpulse zu gering sind.



- Für die deutsche Wirtschaft signalisieren fast alle wichtigen Konjunkturindikatoren, dass das reale Bruttoinlandsprodukt im 4. Quartal 2012 gesunken ist. Allerdings hat sich der Ifo-Geschäftsklimaindex, der wichtigste deutsche Frühindikator, im November und Dezember verbessert, so dass es spätestens ab dem Frühjahr 2013 zu einer konjunkturellen Belebung kommen sollte.
- Die Erwartung, dass die deutsche Wirtschaft stärker von der Binnennachfrage gestützt wird, hat sich auch 2012 nicht erfüllt. Im Gegenteil: Während der private Verbrauch real um nur um etwa 0,6% zugelegt hat, sind die Investitionen der Unternehmen deutlich zurückgegangen. Insofern ist das Wirtschaftswachstum wieder einmal fast ausschließlich auf die Exportstärke der deutschen Industrie zurückzuführen.
- Für das 4. Quartal 2012 erwarten wir einen Rückgang der Wirtschaftsleistung von 0,2%. 2012 wird das BIP somit mit einer realen Wachstumsrate von 0,9% bzw. nicht kalenderbereinigt (der in Deutschland üblichen Abgrenzung) von 0,7% gewachsen sein. 2013 wird es vermutlich nur zu einem Zuwachs von 0,6% kommen, wenn sich die Weltwirtschaft in den kommenden Monaten nicht deutlich erholt.

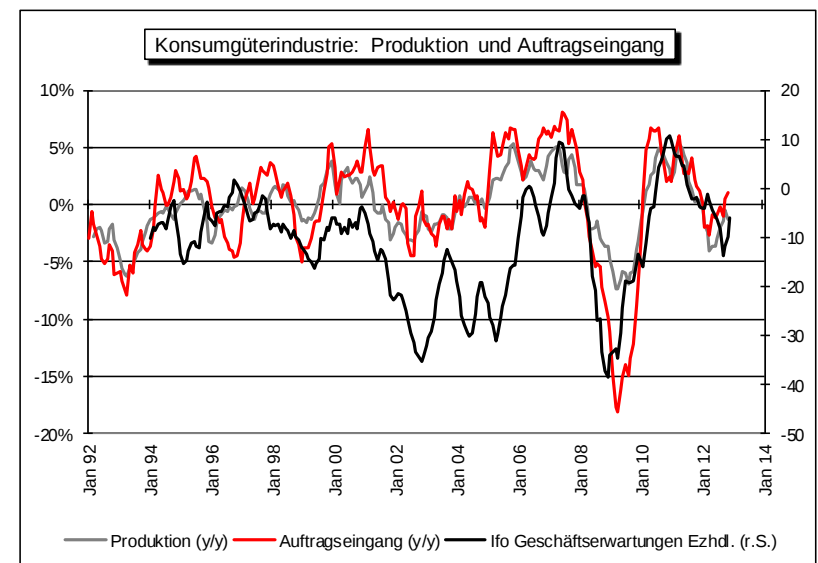
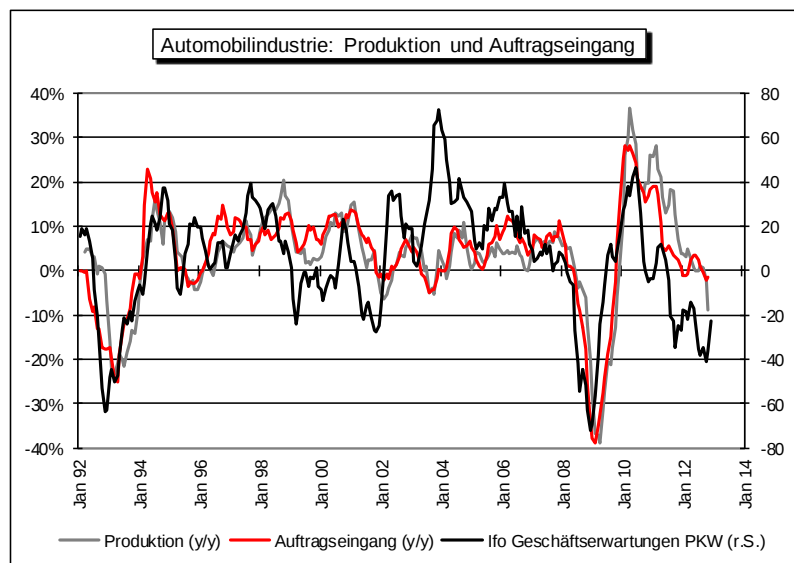
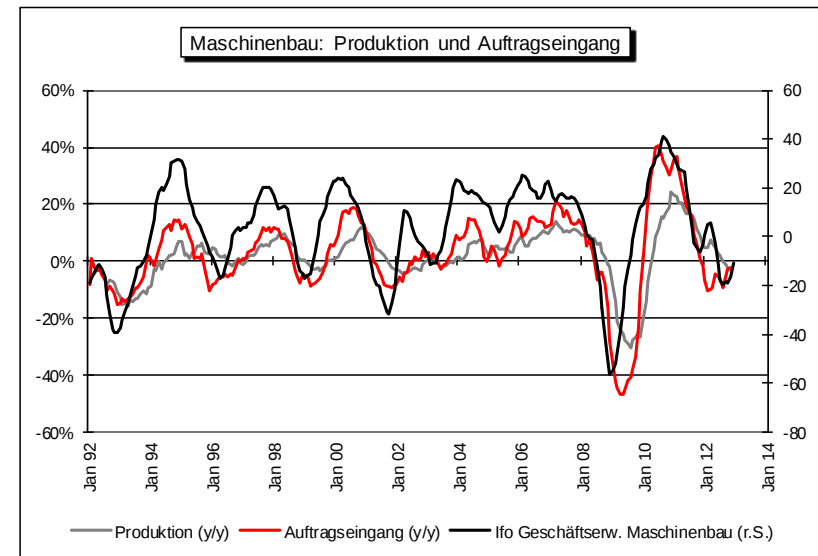
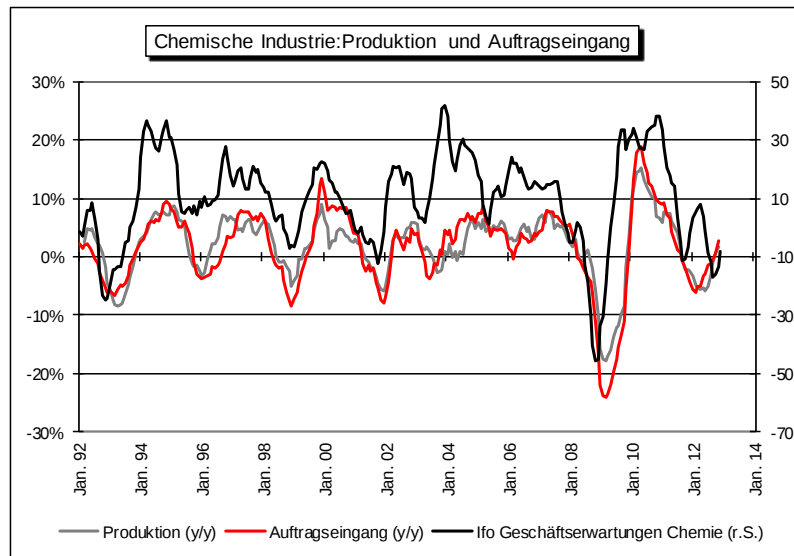


- Wohl und Wehe der deutschen Wirtschaft hängen weiterhin in erster Linie von der Stärke der Exportwirtschaft ab. Die Auftragseingänge aus dem Ausland haben sich zuletzt etwas erholt, so dass sich für die kommenden Monate ein leichtes Exportwachstum abzeichnet. Aufgrund der hohen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen wird der Export auch im Jahr 2013 überdurchschnittlich stark zum Wirtschaftswachstum beitragen. Auf Gesamtjahressicht erwarten wir 2013 einen Anstieg von gut 4% gegenüber dem Vorjahr.
- Deutschland exportiert einen großen Anteil seiner Güter in die Schwellenländer. Der Anteil Chinas an den deutschen Ausfuhren beträgt rund 6%, der Russlands gut 3%, Brasilien und Indien kommen auf jeweils etwa 1%. Der Anteil der Exporte in die USA ist zuletzt wieder deutlich angestiegen und liegt bei mehr als 8%.
- Die Aufträge für Investitionsgüterhersteller sinken und die Kapazitätsauslastung geht zurück. In diesem Spannungsfeld dürften die Ausrüstungsinvestitionen 2012 um 4% gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen sein. Noch ist keine Trendwende zu beobachten, so dass die Ausrüstungsinvestitionen in diesem Jahr wohl leicht zurückgehen werden.

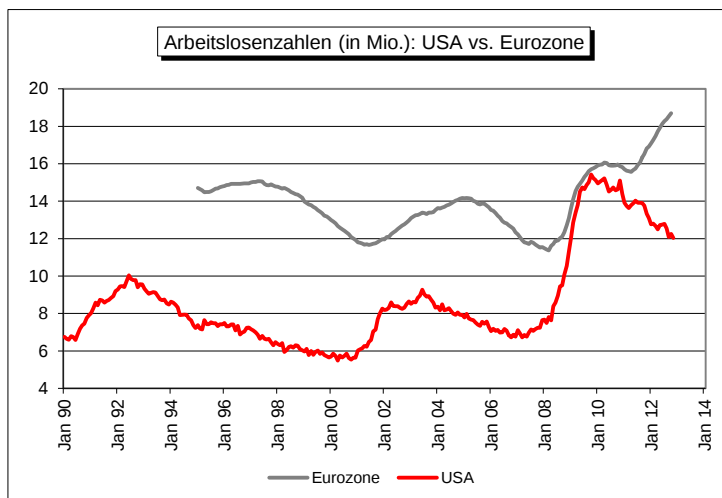
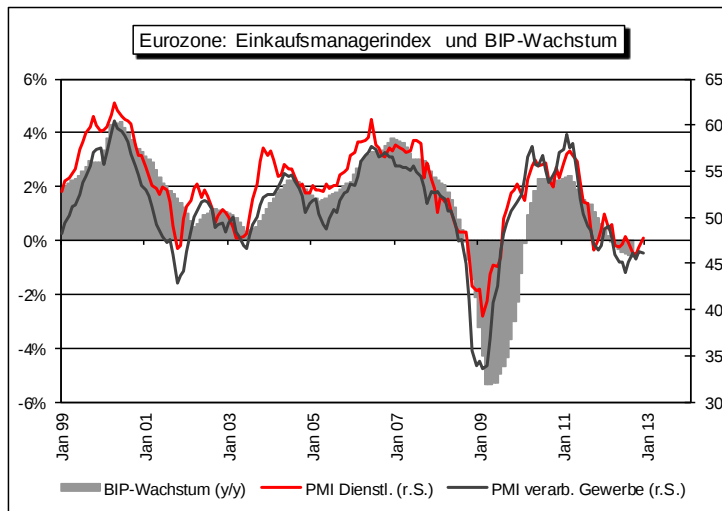


- Am deutschen Arbeitsmarkt hat sich der Aufschwung zuletzt abgeschwächt: In den vergangenen Monaten lag die Arbeitslosenquote zwar unter 7% und damit auf dem niedrigsten Niveau seit der Wiedervereinigung, doch ist die Arbeitslosigkeit seit dem Frühjahr 2012 wieder leicht angestiegen.
- Die Unternehmen werden in den nächsten Monaten weniger neue Stellen schaffen als zuvor. Angesichts der demographischen Entwicklung bleibt der Arbeitsmarkt dennoch stabil. Im Durchschnitt des Jahres 2013 dürfte die Arbeitslosenzahl bei rund 2,9 Millionen liegen und damit auf demselben Niveau wie 2012.
- Von der zunehmenden Beschäftigung konnte der Konsum bislang nur wenig profitieren. Zwar sind die verfügbaren Einkommen bis Mitte 2012 um mehr als 3% angestiegen, aufgrund der höheren Inflation fiel der Zuwachs in realer Rechnung aber deutlich geringer aus. Zuletzt stagnierten die real verfügbaren Einkommen sogar nur noch, so dass die privaten Konsumausgaben in der nächsten Zeit kaum zulegen dürften.

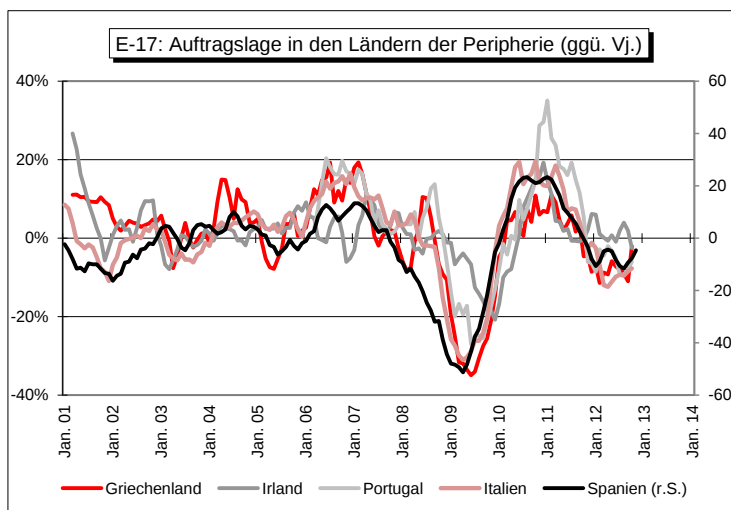
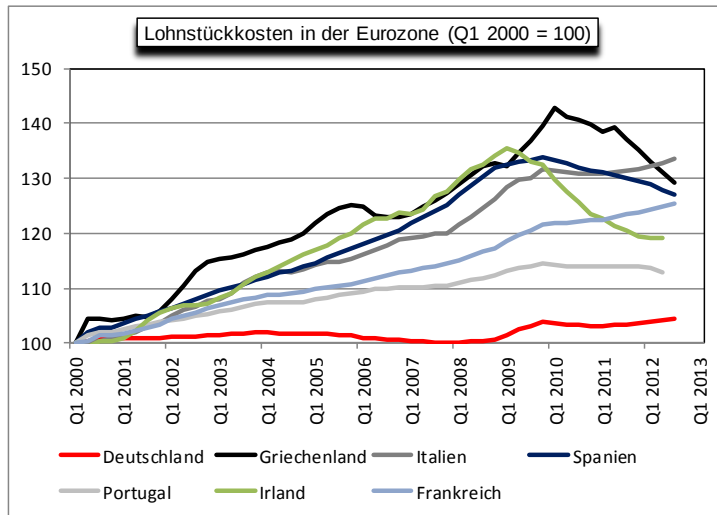
2 Konjunkturperspektiven G3 Deutschland



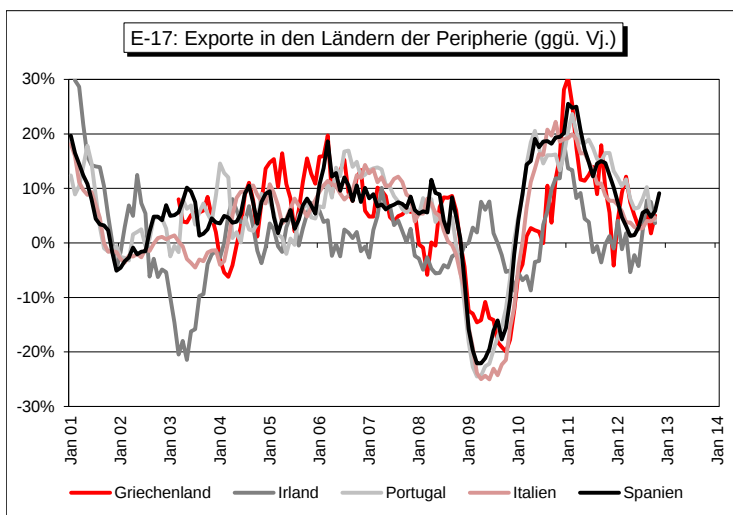
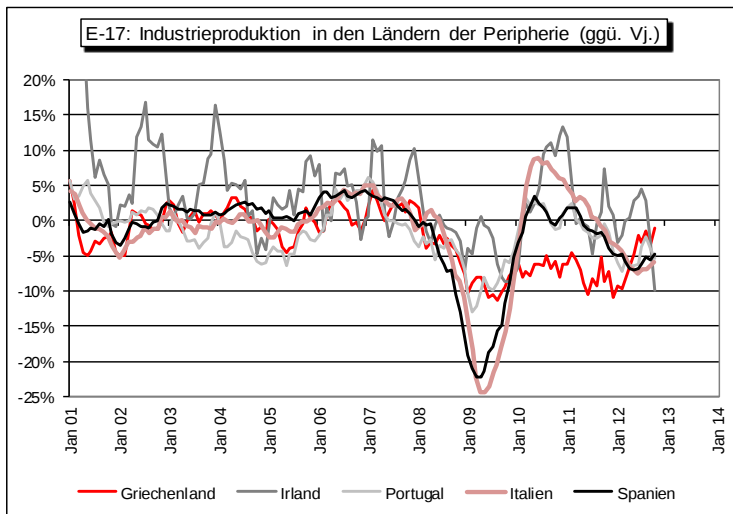
		2010 Deutschland	2011 Deutschland	2012e Deutschland	2013e Deutschland
Industrieproduktion	(% gg. Vj.)	10,1	8,0	-0,3	1,7
Reales BIP	(saison- und kalenderbereinigt) (% gg. Vj.)	4,0	3,1	0,9	0,7
Reales BIP	(nicht kalenderbereinigt) (% gg. Vj.)	4,1	3,0	0,7	0,6
Privater Verbrauch	(% gg. Vj.)	0,8	1,7	0,5	0,7
Staatsverbrauch	(% gg. Vj.)	1,7	1,0	1,0	0,6
Ausrüstungen	(% gg. Vj.)	9,8	7,2	-4,1	-1,5
Bauten	(% gg. Vj.)	2,9	6,0	0,0	1,4
Sonstige Anlageinvestitionen	(% gg. Vj.)	3,4	3,9	2,8	1,6
Exporte	(% gg. Vj.)	13,4	7,9	4,9	4,2
Importe	(% gg. Vj.)	10,9	7,5	2,7	3,4
Außenbeitrag	(in Mrd €)	141,6	157,0	188,9	205,2
Wachstumsbeitrag	(in %-Punkten)	1,6	0,6	1,3	0,7
Vorratsveränderung	(in Mrd €)	13,3	18,0	3,8	-9,3
Wachstumsbeitrag	(in %-Punkten)	0,6	0,2	-0,6	-0,5
Verfügbares Einkommen	(% gg. Vj.)	2,5	3,3	2,2	2,0
Sparquote	(%)	10,9	10,4	10,3	10,2
Konsumentenpreise	(% gg. Vj.)	1,1	2,3	2,0	1,5
Produzentenpreise	(% gg. Vj.)	1,7	5,6	2,0	1,2
Importpreise	(% gg. Vj.)	7,8	7,7	2,3	2,0
Lohnstückkosten	(% gg. Vj.)	-1,4	1,0	2,6	1,8
Arbeitslosenquote	(in %)	7,8	7,2	7,0	7,0
Leistungsbilanzsaldo	(in Mrd €)	151	185	171	175
Budgetsaldo	(in % des BIP)	-4,1	-0,8	-0,1	0,0
Geldmarktzins (Euribor 3 Monate)	(Jahresende)	1,0	1,4	0,2	0,3
Rendite 10-jähriger Bundesanleihen	(Jahresende)	2,9	1,8	1,3	1,5
Wechselkurs EUR/ USD	(Jahresende)	1,34	1,30	1,32	1,22



- In den hoch verschuldeten europäischen Ländern muss auch 2013 gespart werden, so dass sich die Rezession dort fortsetzen wird. Für die gesamte Eurozone zeichnet sich für 2012 ein Rückgang des BIPs von 0,4% ab, 2013 erwarten wir ein erneutes leichtes Minus von 0,1%.
- Sollten es die Krisenländer ernst meinen mit den von ihnen angekündigten Strukturreformen, würde dies bedeuten, die Arbeitsmärkte zu flexibilisieren. Dies dürfte aber zunächst zu einem weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit führen. Die volkswirtschaftliche Lohn- und Gehaltssumme, die entscheidend für den privaten Verbrauch ist, wird von daher in der gesamten Eurozone wohl sinken, so dass auch die privaten Konsumausgaben 2013 gegenüber dem Vorjahr zurückgehen dürften. Da der private Verbrauch einen Anteil von fast 60% am gesamten Bruttoinlandsprodukt hat, wird vom Konsum in diesem Jahr kein positiver Wachstumsbeitrag zu erwarten sein.
- Neben der Fiskalpolitik bremst auch der private Verbrauch die wirtschaftliche Dynamik. So ist die Arbeitslosenquote in den 17 Ländern der Europäischen Währungsunion deutlich angestiegen. Insgesamt sind mehr als 18 Millionen Personen in der Eurozone ohne Beschäftigung, mehr als jemals zuvor seit Beginn der Statistik im Jahr 1991.

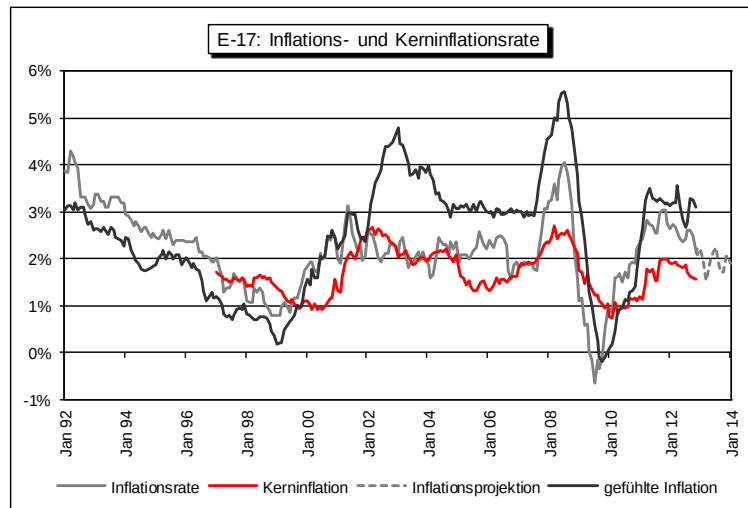


- Auch wenn Wettbewerbsfähigkeit nicht an einer einzigen Variablen allein festgemacht werden kann, sind beispielsweise die Lohnstückkosten ein häufig verwendeter Indikator, um die Wettbewerbsfähigkeit von Ländern zu messen und zu vergleichen. In Griechenland sind die Lohnstückkosten von ihrem im 1. Quartal 2010 erreichten Höchstwert bis zum 2. Quartal 2012 um 11% gesunken. Am erfreulichsten sind die Fortschritte, die Irland bei der Reduzierung der Lohnstückkosten gemacht hat. Dort sanken die Lohnstückkosten gegenüber dem Peak im Jahr 2009 sogar um 12%. Im Unterschied zu Griechenland und Irland sind dagegen in Spanien bislang nur geringe und in Italien überhaupt keine Fortschritte bei der Wiedererlangung der Wettbewerbsfähigkeit erzielt worden. In Frankreich sind die Lohnstückkosten sogar bis zuletzt weiter angestiegen.
- Die Auftragseingänge haben sich in den Peripherie-Staaten zuletzt auf niedrigem Niveau stabilisiert. Mehr Aufträge sind die Voraussetzung für eine höhere Produktion und mehr Beschäftigung. Bei den Exporten sind die zwischenzeitlich hohen Zuwachsraten wieder zurückgegangen. Alles in allem zeigt sich, dass sich das konjunkturelle Umfeld etwas verbessert. Die Budgetziele dürften dennoch nicht erreicht werden.

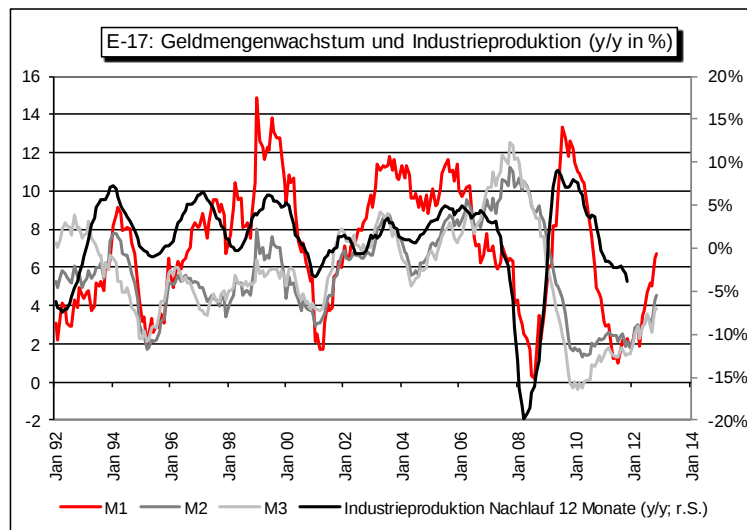


- Mit Italien und Spanien befinden sich Europas dritt- und viertgrößte Volkswirtschaft in einer Rezession. Um die hohen Haushaltsdefizite unter Kontrolle zu bringen, haben die Regierungen beider Länder Sparprogramme und Steuererhöhungen auf den Weg gebracht. Diese Maßnahmen dürften die wirtschaftliche Entwicklung auch in diesem Jahr bremsen, so dass das reale BIP beider Länder nochmals sinken wird.
- Portugal und vor allem Griechenland haben bereits seit längerem mit negativen Wachstumsraten zu kämpfen. So ist das reale BIP in Portugal 2011 um fast 2% und 2012 um rund 3% gesunken. Das griechische BIP ist 2011 um 7% und 2012 um etwa 6% gegenüber dem Vorjahr gesunken. Eine grundlegende Besserung ist derzeit nicht absehbar.
- Ob Griechenland dauerhaft in der Eurozone verbleiben wird, ist ungewiss. Da sich das Land nicht über die Kapitalmärkte selbst refinanzieren kann, ist es auf weitere Hilfszahlungen der EU und des IWF angewiesen. Da das Land aber kaum Fortschritte bei den durch die Troika auferlegten Reformen vorweisen kann, bleibt abzuwarten, ob Griechenland auch weiterhin unterstützt werden wird.

	BIP 2011		HH-Saldo 2011		Schulden 2011		Wachstum 2000-2008		Zinszahlungen 2011		in % der Steuereinnahmen
	in Mrd Euro	Anteil	in % des BIP	in Mrd Euro	in % des BIP	in Mrd Euro	reales BIP	realer Konsum	in Mrd Euro	in % des BIP	
E-17	9418	100%	-4,5	424	85,7	8071	15%	12%	n.a.	n.a.	n.a.
Deutschland	2589	26,8%	-1,0	26	81,2	2102	11%	4%	68	2,6%	11,5%
Frankreich	1995	21,4%	-5,2	104	85,8	1712	13%	16%	49	2,5%	9,3%
Italien	1580	17,0%	-3,9	62	120,1	1898	8%	5%	76	4,8%	17,0%
Spanien	1063	11,8%	-8,5	90	68,5	728	28%	27%	26	2,4%	12,5%
Niederlande	602	6,4%	-4,7	28	65,2	393	17%	17%	9	1,4%	6,2%
Belgien	370	3,8%	-3,7	14	98,0	363	15%	15%	13	3,5%	12,1%
Österreich	301	3,1%	-2,6	8	72,2	217	18%	18%	6	2,1%	7,6%
Griechenland	230	2,6%	-9,1	21	165,3	381	35%	38%	15	7,0%	33,7%
Portugal	171	1,9%	-4,2	7	107,8	184	8%	12%	7	3,9%	16,4%
Irland	159	1,8%	-13,1	21	108,2	172	39%	43%	5	3,4%	14,4%
Finnland	163	1,7%	-0,5	1	48,6	79	26%	30%	0	-0,1%	-0,2%
Slowakei	69	0,7%	-4,8	3	43,3	30	61%	51%	1	1,4%	9,0%
Luxemburg	38	0,4%	-0,6	0	18,2	7	32%	14%	n.a.	n.a.	n.a.
Slowenien	36	0,4%	-6,4	2	47,6	17	40%	28%	n.a.	n.a.	n.a.
Zypern	18	0,2%	-6,3	1	71,6	13	91%	83%	n.a.	n.a.	n.a.
Malta	7	0,1%	-2,7	0	72,0	5	20%	20%	n.a.	n.a.	n.a.

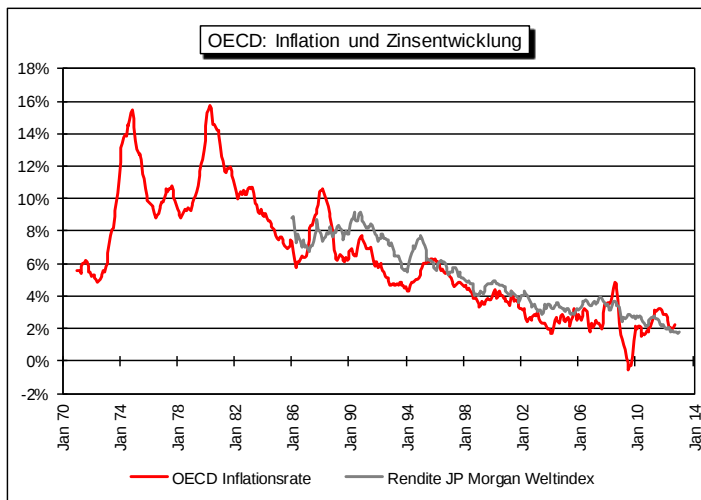
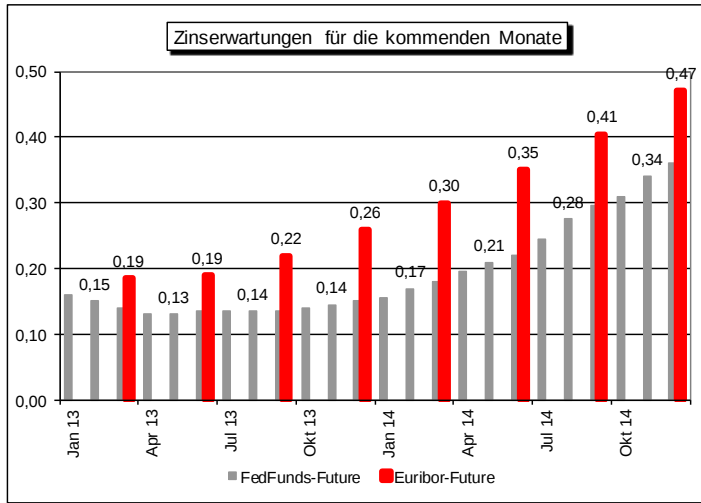


- Zuletzt ist die Inflationsrate in der Eurozone auf 2,2% gesunken. Vor allem der starke Anstieg der Energiepreise sowie administrative Preiserhöhungen in einigen Ländern der europäischen Peripherie haben die Inflationsrate in den vergangenen Monaten in die Höhe getrieben.
- In den kommenden Monaten dürfte die Inflationsrate weiter zurückgehen. 2012 betrug der Anstieg der Verbraucherpreise 2,5% nach 2,7% im Jahr 2011. 2013 dürfte die Inflationsrate bei 1,9% liegen. Die Kerninflationsrate von 1,6% zeigt, dass der nachgelagerte Inflationsdruck vergleichsweise gering ist.
- Realwirtschaftlich ist die Voraussetzung für Inflation, dass die Kapazitätsauslastung ansteigt oder eine Lohn-Preis-Spirale aufgrund einer geringen Arbeitslosigkeit entsteht. Beide Voraussetzungen sind derzeit nicht gegeben. Unter monetären Gesichtspunkten („Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen“) wäre eine nachhaltige Geldmengenausweitung ein Inflationssignal. Allerdings ist das Geldmengenwachstum in der Eurozone schwach, weil die Geschäftsbanken die ihnen zur Verfügung stehende Liquidität nicht an Unternehmen und Privathaushalte weitergegeben haben.

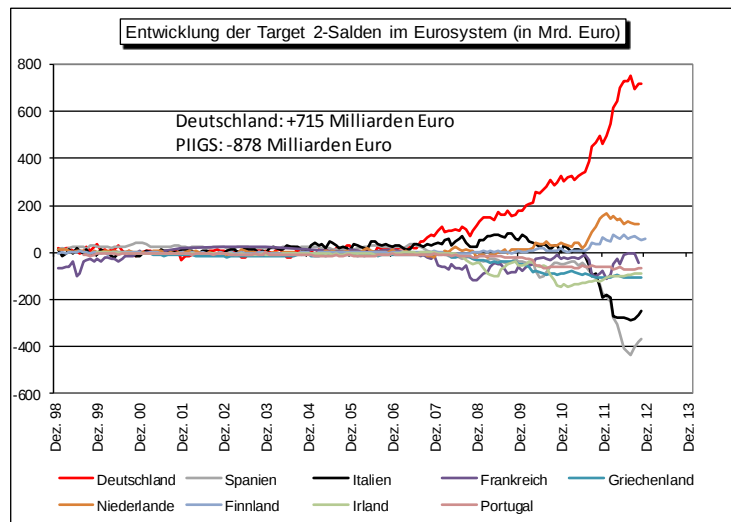
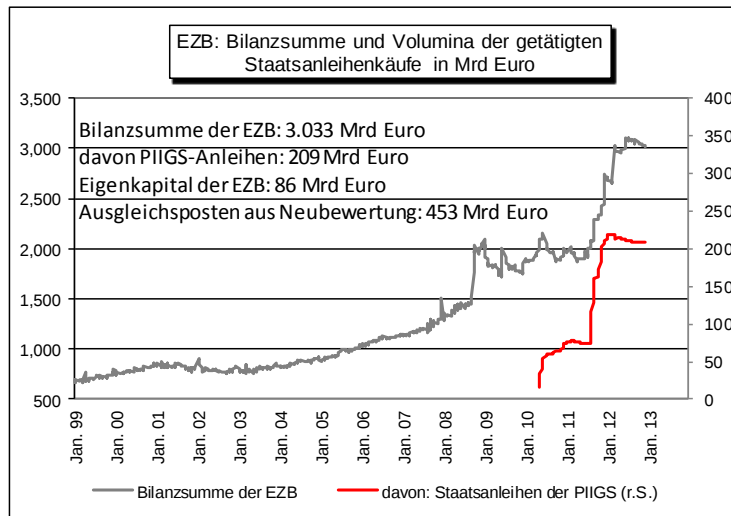




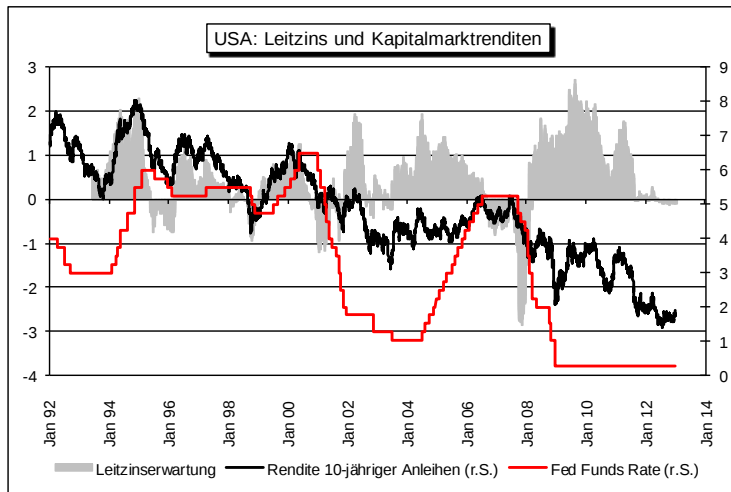
3 RENTENMÄRKTE



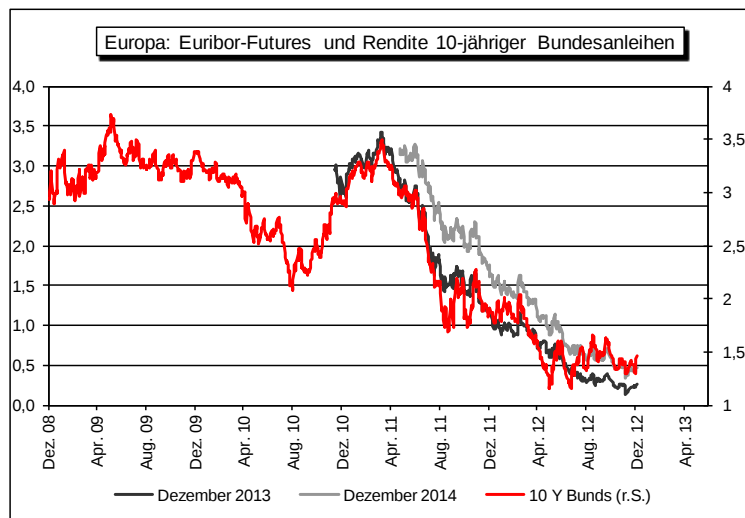
- Die amerikanische Notenbank hat im Dezember 2012 angekündigt, eine noch expansivere Geldpolitik als bisher zu betreiben. So soll der Leitzins solange unverändert bleiben bis die Arbeitslosenquote über der Marke von 6,5% bleibt – es sei denn die Inflationsrate bzw. die Inflationserwartungen steigen auf 2,5% oder mehr. Zudem wurde beschlossen, dass Anleiheaufkaufprogramm auszuweiten. Neben dem monatlichen Kauf von hypothekenbesicherten Wertpapieren im Umfang von 40 Milliarden US-Dollar will die Fed auch jeden Monat Staatsanleihen in einem Volumen von 45 Milliarden US-Dollar aufkaufen.
- Auch die EZB ist zukünftig bereit, unter bestimmten Bedingungen Staatsanleihen aufzukaufen („Outright Monetary Transactions“). Da die EZB schon zwei Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von jeweils drei Jahren durchgeführt hat, wird die Bilanzsumme der Notenbank noch weiter zunehmen. Damit sich Geschäftsbanken bei der EZB weiter refinanzieren können, wurden zudem die Anforderungen an die zu hinterlegenden Sicherheiten reduziert.
- Aufgrund der anhaltenden Rezession in der Eurozone könnte die EZB in den kommenden Monaten zudem den Leitzins nochmals um 25 Basispunkte auf 0,5% senken.



- Die im Umlauf befindlichen Zentralbankgeldmengen haben seit dem Ausbruch der Finanzkrise signifikant zugenommen. So hat die EZB mit ihren beiden Drei-Jahres-Tendern dem europäischen Bankensystem innerhalb von wenigen Wochen Liquidität in Höhe von einer Billion Euro verschafft. In der Konsequenz haben die langfristigen Refinanzierungsgeschäfte dazu geführt, dass die Bilanzsumme der EZB auf zuletzt mehr als 3 Billionen Euro angestiegen ist.
- Daten der jeweiligen nationalen Notenbanken zeigen, dass vor allem Geschäftsbanken aus Spanien und Italien von den Langfristtendern der EZB Gebrauch gemacht und sich Liquidität von der Notenbank besorgt haben. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in den sogenannten Target 2-Salden wider. Die Bundesbank hat mittlerweile eine Target 2-Forderung gegenüber dem Eurosystem von 715 Milliarden Euro, während beispielsweise in Spanien und Italien negative Salden in Höhe von 366 bzw. 247 Milliarden Euro aufgelaufen sind. Vor dem Ausbruch der Finanzkrise 2007 waren diese Salden weitgehend ausgeglichen, weil Länder mit Leistungsbilanzdefiziten (wie Spanien und Italien) relativ problemlos Kapital aus Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen (z.B. Deutschland) importieren konnten, so dass die Zahlungsbilanzen aller Länder weitgehend ausgeglichen waren.

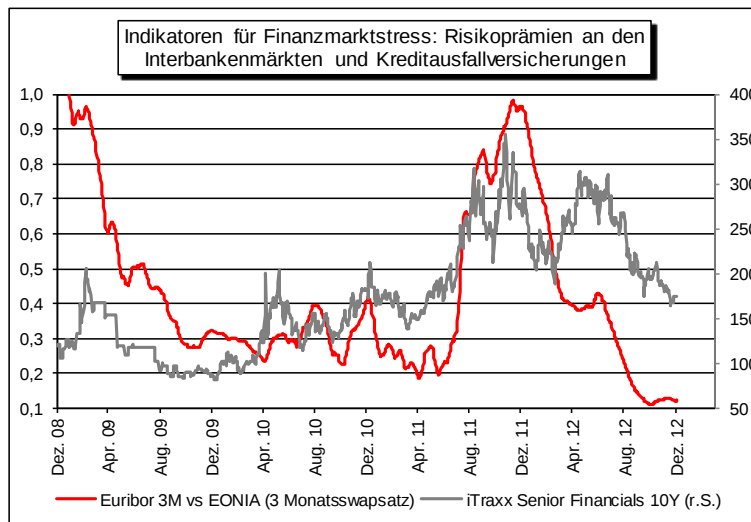
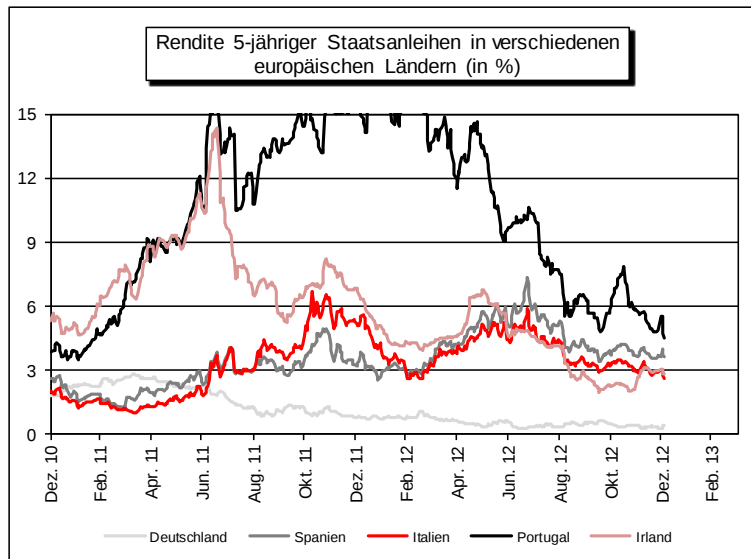


- Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und der US-Notenbank werden auf absehbare Zeit sehr expansiv bleiben. Da die Zinsen (kaum noch) weiter gesenkt werden können, greifen die Notenbanken verstärkt zu „unkonventionellen“ Methoden, wie der Ausweitung der eigenen Bilanzen.
- Da sich die Renditen für deutsche Bundesanleihen und amerikanische Treasuries sehr stark an den Leitzinsen bzw. den Leitzinserwartungen orientieren, erwarten wir auf Sicht der kommenden Monate eine Seitwärtsbewegung bei den Kapitalmarkttrenditen. Von daher sollten Anleger die Duration nicht zu kurz wählen.



Rentenmärkte	Veränderung zum				
	04.01.2013	28.12.2012	03.12.2012	03.10.2012	30.12.2011
10-jährige US Treasuries	1,94	23	31	32	7
10-jährige Bunds	1,54	23	13	9	-29
10-jährige JGB	0,84	6	14	8	-14
US Treas 10Y Performance	537,87	-1,7%	-2,3%	-1,8%	2,9%
Bund 10Y Performance	501,68	-1,3%	-0,3%	0,4%	6,1%
REX Performance Index	440,00	-0,6%	-0,3%	0,4%	4,0%
Hypothekenzinsen USA	3,35	0	3	-5	-60
IBOXX AAA, €	1,57	12	-1	-15	-170
IBOXX BBB, €	3,06	2	-20	-61	-306
ML US High Yield	6,63	-9	-35	-46	-202
JPM EMBI+, Index	714	0,5%	1,2%	2,7%	18,6%
Wandelanleihen Exane 25	5500	1,1%	3,1%	5,8%	21,1%

Stand: 04.01.2013 16:27



- Die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichtes vom 12. September 2012, den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) für verfassungskonform zu erklären, sowie die Ankündigung der Europäischen Zentralbank, unter bestimmten Bedingungen Staatsanleihen aus Krisenländern aufzukaufen, haben die Gefahr eines Auseinanderbrechens der Eurozone erheblich reduziert.
- Besonders die aktivere Rolle der EZB ist jedoch kritisch zu hinterfragen. Staatsanleihenkäufe schränken nicht nur die Unabhängigkeit der EZB ein, die Notenbank betreibt hiermit auch Staatsfinanzierung durch die Notenpresse. Kritisch ist auch zu beurteilen, dass nicht nur durch den ESM, sondern auch durch die EZB in einem erheblichen Umfang Haftungsrisiken zwischen den einzelnen Euro-Ländern verschoben werden, ohne dass die Parlamente eingebunden werden.
- Am Ende dieses Prozesses könnte eine gestärkte Währungsunion stehen. Doch das ist keineswegs sicher. Billigeres Geld alleine wird kein Land in der Eurozone dauerhaft retten können. Entscheidend wird sein, ob die notwendigen Reformen zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit umgesetzt werden und zum Erfolg führen. Da dieser Weg sehr viel Zeit in Anspruch nehmen wird, besteht ein nicht unerhebliches Risiko darin, dass der Reformeifer der Regierungen zu früh erlahmt.

3 Rentenmärkte Szenario-Analyse



Break-even Renditen bis Januar 2014

In Abhängigkeit vom erwarteten Zins sowie der verbleibenden Restlaufzeit
Verbleibende Restlaufzeit: (max 1 Jahr) in Jahren **1,00**
in Zins-Tagen **360**

Restlaufzeit	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aktuelle Rendite=>	0,06	0,09	0,16	0,35	0,52	0,77	0,99	1,21	1,42	1,54
0,00	0,12%	0,26%	0,66%	1,74%	3,11%	5,38%	7,93%	10,91%	14,19%	16,92%
0,10	0,02%	0,06%	0,36%	1,33%	2,61%	4,77%	7,20%	10,07%	13,23%	15,84%
0,20	-0,08%	-0,14%	0,06%	0,93%	2,10%	4,16%	6,48%	9,24%	12,28%	14,77%
0,30	-0,18%	-0,34%	-0,24%	0,53%	1,60%	3,55%	5,77%	8,41%	11,34%	13,72%
0,40	-0,28%	-0,54%	-0,54%	0,14%	1,11%	2,95%	5,06%	7,59%	10,41%	12,67%
0,50	-0,38%	-0,74%	-0,83%	-0,26%	0,61%	2,36%	4,36%	6,78%	9,49%	11,64%
0,60	-0,47%	-0,93%	-1,13%	-0,65%	0,12%	1,76%	3,66%	5,98%	8,57%	10,62%
0,70	-0,57%	-1,13%	-1,42%	-1,04%	-0,37%	1,17%	2,97%	5,18%	7,67%	9,60%
0,80	-0,67%	-1,33%	-1,71%	-1,43%	-0,85%	0,59%	2,29%	4,39%	6,77%	8,60%
0,90	-0,77%	-1,52%	-2,00%	-1,82%	-1,34%	0,01%	1,61%	3,61%	5,89%	7,61%
1,00	-0,87%	-1,71%	-2,29%	-2,20%	-1,82%	-0,57%	0,93%	2,83%	5,01%	6,63%
1,10	-0,97%	-1,91%	-2,58%	-2,58%	-2,29%	-1,14%	0,26%	2,07%	4,14%	5,66%
1,20	-1,06%	-2,10%	-2,87%	-2,97%	-2,77%	-1,71%	-0,40%	1,30%	3,28%	4,71%
1,30	-1,16%	-2,30%	-3,16%	-3,34%	-3,24%	-2,28%	-1,06%	0,55%	2,42%	3,76%
1,40	-1,26%	-2,49%	-3,44%	-3,72%	-3,71%	-2,84%	-1,72%	-0,20%	1,58%	2,82%
1,50	-1,36%	-2,68%	-3,73%	-4,10%	-4,17%	-3,40%	-2,37%	-0,94%	0,74%	1,89%
1,60	-1,45%	-2,87%	-4,01%	-4,47%	-4,64%	-3,95%	-3,01%	-1,68%	-0,09%	0,97%
1,70	-1,55%	-3,06%	-4,29%	-4,84%	-5,10%	-4,50%	-3,65%	-2,41%	-0,91%	0,06%
1,80	-1,65%	-3,25%	-4,57%	-5,21%	-5,55%	-5,05%	-4,29%	-3,13%	-1,72%	-0,84%
1,90	-1,74%	-3,44%	-4,85%	-5,58%	-6,01%	-5,59%	-4,91%	-3,85%	-2,53%	-1,73%
2,00	-1,84%	-3,63%	-5,13%	-5,95%	-6,46%	-6,13%	-5,54%	-4,56%	-3,32%	-2,61%
2,10	-1,94%	-3,82%	-5,41%	-6,31%	-6,91%	-6,66%	-6,16%	-5,27%	-4,11%	-3,48%
2,20	-2,03%	-4,01%	-5,68%	-6,67%	-7,36%	-7,19%	-6,77%	-5,96%	-4,90%	-4,35%
2,30	-2,13%	-4,19%	-5,96%	-7,04%	-7,80%	-7,72%	-7,38%	-6,66%	-5,67%	-5,20%
2,40	-2,22%	-4,38%	-6,23%	-7,39%	-8,25%	-8,24%	-7,99%	-7,34%	-6,44%	-6,05%
2,50	-2,32%	-4,57%	-6,51%	-7,75%	-8,68%	-8,77%	-8,59%	-8,02%	-7,20%	-6,88%
2,60	-2,41%	-4,75%	-6,78%	-8,11%	-9,12%	-9,28%	-9,19%	-8,70%	-7,95%	-7,71%

Duration*	1,00	2,00	3,00	3,98	4,95	5,89	6,80	7,67	8,51	9,35
Modifizierte Duration	1,00	2,00	2,99	3,97	4,92	5,84	6,73	7,58	8,39	9,20
Verwendeter Kupon	0,06	0,09	0,16	0,35	0,52	0,77	0,99	1,21	1,42	1,54
Verwendeter Kursw	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Zero coupon curve	0,061	0,086	0,164	0,347	0,519	0,769	0,991	1,212	1,419	1,538

* Duration und modifizierte Duration unter der Annahme, dass der Coupon der Rendite auf Endfälligkeit entspricht.

Analyse der impliziten Forward Rates basierend auf Bundesanleihen

Laufzeit	Zins aktuell	Implizite Forward Rates für die letzten x Jahre								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
1 Jahr	0,06									
2 Jahre	0,09	0,11								
3 Jahre	0,16	0,32	0,22							
4 Jahre	0,35	0,91	0,61	0,44						
5 Jahre	0,52	1,23	1,07	0,81	0,64					
6 Jahre	0,77	2,11	1,66	1,40	1,12	0,92				
7 Jahre	0,99	2,45	2,28	1,91	1,65	1,37	1,15			
8 Jahre	1,21	2,96	2,70	2,50	2,16	1,89	1,61	1,39		
9 Jahre	1,42	3,35	3,15	2,91	2,70	2,38	2,11	1,84	1,60	
10 Jahre	1,54	2,77	3,06	3,03	2,87	2,71	2,44	2,20	1,94	1,72

Fragestellung: Lege ich heute mein Geld für z.B. 10 Jahre zu 1,54% an, oder lege ich es jetzt auf 6 Jahre zu 0,77% an und rechne damit, daß der Zins für eine 4-jährige Anleihe in 6 Jahren größer ist als 2,87%

- Lesehilfe: Unter der Annahme, dass die Rendite für eine 10-jährige Anleihe von aktuell 1,54% bis Januar 2014 auf 1,6% ansteigt, ergibt sich näherungsweise eine negative Wertentwicklung (aus Kupon und Kursverlust) von 0,97%.
- Aufgrund des sehr niedrigen Kupons kann bei einer 10-jährigen Anleihe bereits ein geringer Renditeanstieg von rund 20 Basispunkten zu einem Kursverlust führen, der den Zinsertrag übersteigt.
- Wir erwarten für die kommenden Monate konstante Renditen für 10-jährige Bundesanleihen.

Renditen und Performance von Staatsanleihen im Überblick								
	3 Monate Zins aktuell	2 Jahre Rendite aktuell	Performance ytd	5 Jahre Rendite aktuell	Performance ytd	10 Jahre Rendite aktuell	Performance ytd	Währung gg. Euro, ytd
Deutschland	0,19%	0,04%	-0,4%	0,43%	3,3%	1,46%	6,1%	
Italien	0,19%	1,69%	9,7%	3,03%	20,2%	4,25%	31,0%	
Belgien	0,19%	0,22%	5,9%	1,00%	16,2%	2,21%	21,6%	
Spanien	0,06%	2,55%	5,2%	4,06%	6,8%	5,03%	8,2%	
Irland	0,19%	1,78%	21,3%	3,24%	44,9%	4,42%	37,2%	
Portugal	0,19%	3,51%	40,5%	4,95%	89,2%	6,31%	85,7%	
Griechenland						11,47%	107,1%	
USA	0,08%	0,27%	0,2%	0,81%	1,8%	1,90%	2,9%	-1,2%
Japan	0,31%	0,10%	0,2%	0,18%	1,2%	0,79%	3,6%	-12,1%
UK	0,53%	0,48%	-0,3%	1,02%	2,0%	2,07%	1,6%	3,0%
Australien	3,10%	2,73%	2,8%	2,93%	5,5%	3,37%	7,2%	2,0%
Kanada	0,92%	1,18%	1,0%	1,47%	1,1%	1,93%	2,7%	2,3%
Neuseeland	2,88%			2,98%	4,6%	3,59%	6,5%	6,4%
Norwegen	1,81%			1,53%	3,7%	2,15%	5,9%	6,3%
Dänemark	0,28%	-0,01%	2,8%	0,37%	3,8%	1,54%	1,3%	-0,3%
Schweden	1,26%	0,79%	-0,5%	1,08%	1,3%	1,68%	2,9%	4,4%
Schweiz	0,01%	-0,08%	-0,2%	0,12%	0,1%	0,48%	4,1%	0,5%
Ungarn	5,75%	5,31%	14,7%	5,80%	26,8%	6,01%	37,9%	8,1%
Polen	4,07%	3,25%	7,5%	3,44%	17,0%	3,82%	23,0%	9,0%

Stand: 03.01.2013

Government Debt Ratings Europa (LT - Foreign Currency)

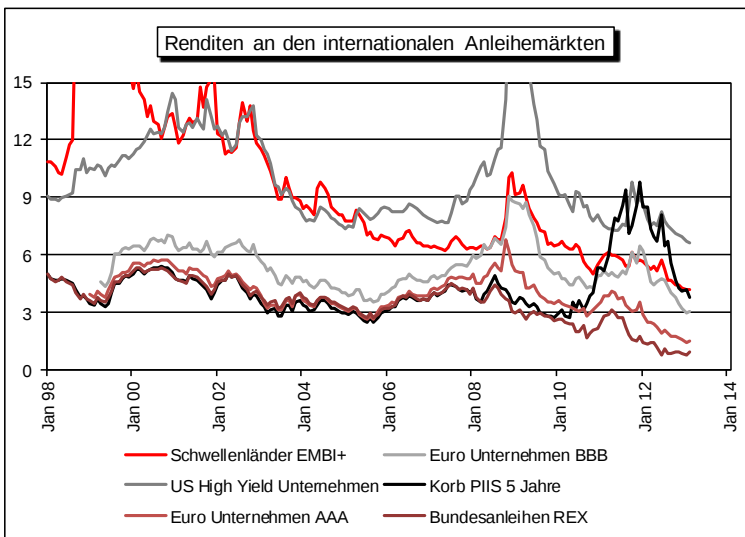
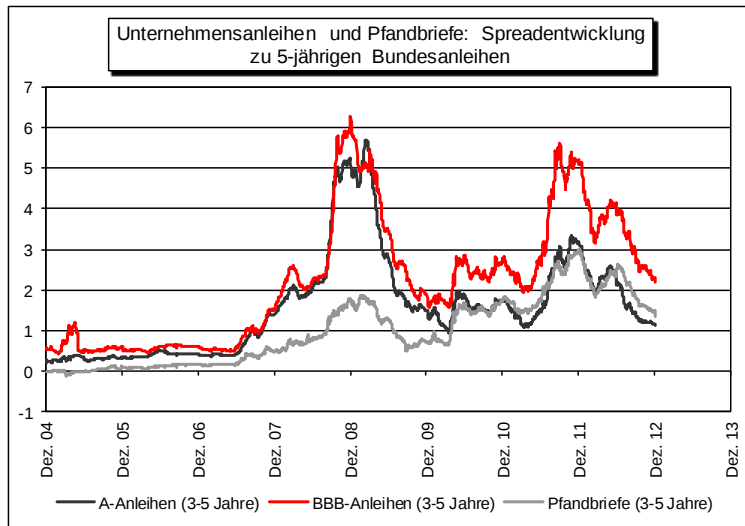
19.12.2012

Land	S&P	Outlook	Moody's	Outlook	Fitch	Outlook
Belgien	AA	Negativ	Aa3	Negativ	AA	Negativ
Deutschland	AAA		Aaa	Negativ	AAA	
Estland	AA-		A1		A+	
Finnland	AAA	Negativ	Aaa		AAA	
Frankreich	AA+	Negativ	Aa1	Negativ	AAA	Negativ
Griechenland	B-		C		CCC	
Irland	BBB+	Negativ	Ba1	Negativ	BBB+	
Italien	BBB+	Negativ	Baa2	Negativ	A-	Negativ
Luxemburg	AAA	Negativ	Aaa	Negativ	AAA	
Malta	A-	Negativ	A3	Negativ	A+	Negativ
Niederlande	AAA	Negativ	Aaa	Negativ	AAA	
Österreich	AA+	Negativ	Aaa	Negativ	AAA	
Portugal	BB	Negativ	Ba3	Negativ	BB+	Negativ
Spanien	BBB-	Negativ	Baa3	Negativ	BBB	Negativ
Slowakei	A		A2	Negativ	A+	
Slowenien	A	Negativ watch	Baa2	Negativ	A-	Negativ
Zypern	B	Negativ watch	B3	Negativ watch	BB-	Negativ
EFSF	AA+	Negativ	Aa1	Negativ	AAA	
ESM			Aa1	Negativ	AAA	
EU	AAA	Negativ	Aaa	Negativ	AAA	

Ausstehende Staatsanleihen (ohne Länderanleihen und quasi staatliche Unternehmen)

in Mrd. EUR	Volumen ausstehende Staatsanleihen	In 2012 und 2013 fällige Staatsanleihen	durchschnittlicher Kupon	durchschnittliche Fälligkeit	durchschnittliche Jahre bis Fälligkeit	Anzahl Emissionen	Kreditvolumen
Deutschland	1.124	228,0	3,01%	21.04.2019	6,42	277	
Frankreich	1.365	287,1	3,43%	27.11.2019	7,02	90	
Niederlande	326	59,3	3,21%	25.06.2019	6,59	43	
Finnland	85	11,6	3,24%	26.11.2018	6,01	50	
Österreich	202	21,5	3,93%	08.07.2020	7,71	95	
Belgien	338	70,3	4,24%	04.10.2019	6,87	126	
Spanien	711	155,9	4,31%	08.11.2018	5,72	210	32,8
Italien	1.642	349,6	4,20%	02.06.2019	6,53	179	
Irland	91	7,1	4,84%	06.02.2019	6,21	24	51,9
Portugal	120	23,7	4,37%	08.04.2018	5,38	56	63,9
Griechenland	138	28,8	4,95%	09.09.2023	10,80	111	151,0
Slowenien	16	1,8	4,45%	28.03.2019	6,35	29	0,9
Slowakei	34	5,7	4,20%	02.12.2018	5,23	32	0,4
Malta	4	0,8	5,16%	01.12.2019	7,03	82	
Zypern	7	2,3	4,42%	10.09.2015	2,80	45	3,1
Luxemburg	5	2,0	3,30%	03.03.2018	5,28	3	
EFSF	156	32,6	1,74%	26.12.2018	6,10	36	
EU	56	0,0	3,02%	19.07.2022	9,66	33	
Polen	185	25,2	4,92%	28.02.2018	5,27	101	38,3
Tschechien	63	12,6	4,24%	25.08.2018	5,76	50	3,2
Russland	115	11,6	7,53%	11.04.2020	7,39	69	1,6
Brasilien	404	94,2	7,97%	01.11.21017	4,95	88	11,9
Großbritannien	1.550	123,8	3,66%	13.03.2027	14,31	108	
USA	8.628	2.573,4	1,93%	01.03.2018	5,28	755	1,2
Japan	8.616	2.369,4	1,29%	31.12.2018	6,11	495	226,6
China	1.007	105,0	3,79%	27.04.2021	8,43	236	12,4

3 Rentenmärkte Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

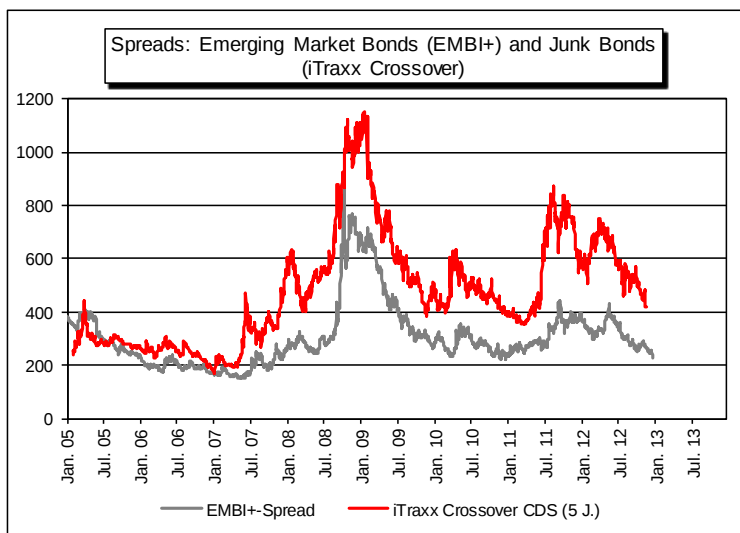
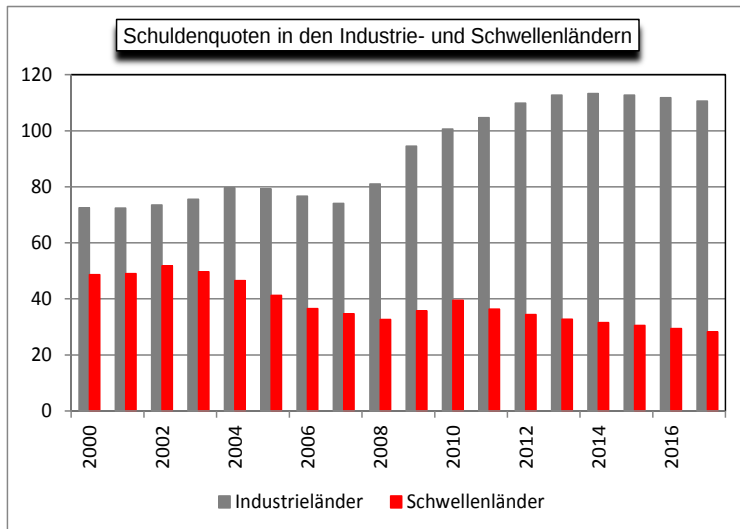


- Die Entspannung bei der Schuldenkrise, verbunden mit etwas besseren Konjunkturdaten aus der europäischen Peripherie, hat sich bei Unternehmensanleihen positiv bemerkbar gemacht. Insbesondere High-Yield-Unternehmensanleihen, aber auch solche mit einem BBB-Rating verzeichneten deutliche Kursgewinne.
- Mit Bundesanleihen oder Unternehmensanleihen mit sehr gutem Rating wird angesichts der sehr niedrigen Renditen in Zukunft kein realer Werterhalt möglich sein. Anleger müssen deshalb ihre Ertragserwartungen reduzieren und/ oder in andere Assetklassen investieren.

	Aktuelle Anleihenrenditen					Anleihenperformance seit 1.1.2012					
	All	1-3	3-5	5-7	7-10	All	1-3	3-5	5-7	7-10	
Bundes anl.	0,98	0,04	0,43	0,92	1,46	4,0%	-0,4%	3,3%	4,2%	6,1%	Bundes anl.
Pfandbriefe	2,31	1,61	1,78	2,20	2,43	11,1%	6,0%	10,4%	14,3%	17,0%	Pfandbriefe
AAA	1,57	1,86	1,21	1,43	1,92	9,1%	0,0%	8,9%	0,6%	9,3%	AAA
AA	1,74	0,73	1,11	1,56	2,16	9,6%	4,3%	8,7%	11,8%	15,3%	AA
A	2,10	1,01	1,58	1,90	2,52	11,8%	6,1%	11,7%	14,4%	20,0%	A
BBB	3,06	2,32	2,62	2,94	3,52	17,1%	10,1%	17,0%	22,0%	25,0%	BBB

Stand: 04.01.2013

3 Rentenmärkte Unternehmens- und Schwellenländeranleihen

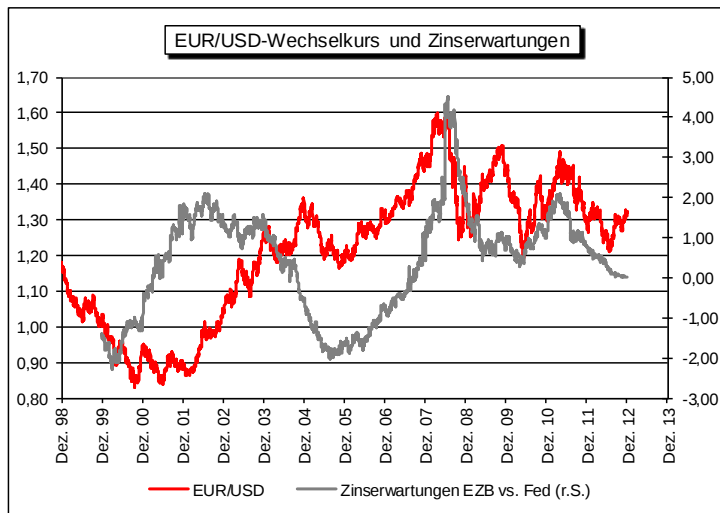


- Schwellenländeranleihen profitieren von den guten ökonomischen Rahmenbedingungen. Obwohl sich das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern in den nächsten Jahren etwas verlangsamen dürfte, bleiben unsere Wachstumserwartungen für die Schwellenländer optimistischer als die für die Industrieländer. Die wesentlichen Gründe für den anhaltenden wirtschaftlichen Aufholprozess der Schwellenländer sind zum einen die Demographie und zum anderen die Staatsverschuldung.
- Geringere Staatsschuldenquoten führen dazu, dass die Ausfallwahrscheinlichkeiten im Vergleich zu früheren Krisen geringer eingeschätzt werden.

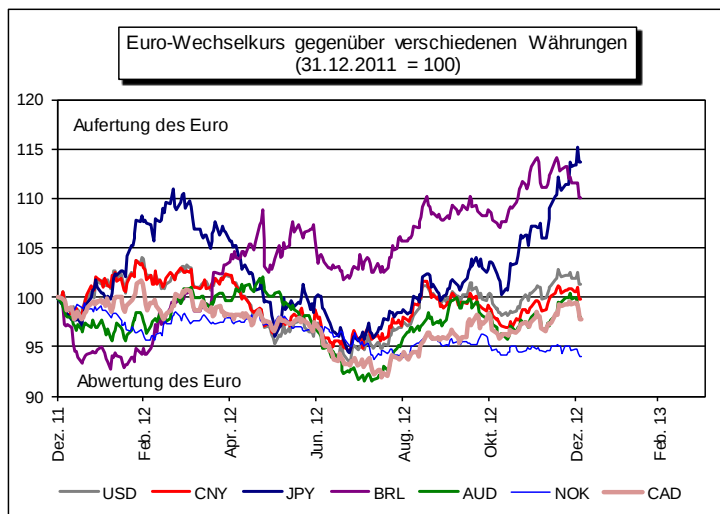
Assetklasse (Auswertung mit Daten seit 1999)	Vola	Max. Draw Down
Bundesanleihen 2 Jahre	1%	-2%
Bundesanleihen 10 Jahre	5%	-6%
Unternehmensanleihen A bis BBB	7%	-17%
Staatsanleihen Schwellenländer (EMBI+)	10%	-21%
Wandelanleihen Europa	10%	-31%
High Yield Unternehmensanleihen	11%	-34%



4 WÄHRUNGEN



- Die Unsicherheit über die Erreichung einer nachhaltigen Lösung für die Schuldenkrise ist seit dem Sommer 2012 deutlich gesunken. Seitdem hat der Euro gegenüber dem US-Dollar wieder von rund 1,20 auf gut 1,30 aufgewertet.
- Da aber die Schuldenkrise auch weiterhin die Märkte bewegen wird und sich die Wachstums- und Zinsdifferenzen zugunsten der US-Währung entwickeln, dürfte der Euro gegenüber dem Dollar mittelfristig wieder an Wert verlieren und sich erneut Richtung 1,20 EUR/USD bewegen.



Devisenmärkte	Veränderung zum				
	04.01.2013	28.12.2012	03.12.2012	03.10.2012	30.12.2011
EUR/ USD	1,3046	-1,0%	-0,1%	1,1%	0,8%
EUR/ GBP	0,8132	-0,6%	0,1%	1,3%	-2,6%
EUR/ JPY	114,83	1,2%	7,0%	13,6%	14,6%
USD/ JPY	88,02	2,3%	7,0%	12,1%	14,4%

Stand: 04.01.2013 16:27



5 AKTIENMÄRKTE



Aktienmarktpformance im Vergleich											
		in Landeswährung		in Euro				in Landeswährung		in Euro	
		2012 YTD	2011	2012 YTD	2011			2012 YTD	2011	2012 YTD	2011
Europa						Lateinamerika					
Eurozone	Euro Stoxx 50	13,8%	-17,1%	13,8%	-17,1%	Brasilien	Bovespa	7,4%	-18,1%	-3,7%	-24,7%
Europa	Stoxx 50	8,8%	-8,4%	8,8%	-8,4%	Mexiko	IPC (Bolsa)	17,9%	-3,8%	24,7%	-12,2%
Deutschland	DAX 30	29,1%	-14,7%	29,1%	-14,7%	Argentinien	Merval	15,9%	-30,1%	-0,1%	-33,3%
Deutschland	MDAX	33,9%	-12,1%	33,9%	-12,1%	Chile	IPSA	3,0%	37,6%	9,8%	59,6%
Deutschland	TecDAX	20,9%	-19,5%	20,9%	-19,5%						
Frankreich	CAC 40	15,2%	-17,0%	15,2%	-17,0%	Osteuropa					
Italien	MIB 30	7,8%	-25,2%	7,8%	-25,2%	Ungarn	BUX	7,1%	-20,4%	15,7%	-29,6%
Spanien	IBEX 35	-4,7%	-13,1%	-4,7%	-13,1%	Polen	Warsaw Gen.	26,2%	-20,8%	37,9%	-29,6%
Portugal	PSI 20	2,9%	-27,6%	2,9%	-27,6%	Tschechien	PX 50	14,0%	-25,6%	15,9%	-26,8%
Irland	ISEQ	17,1%	0,6%	17,1%	0,6%	Lettland	OMX Riga	6,7%	41,1%	7,0%	41,1%
Griechenland	Athex All	26,6%	-55,5%	26,6%	-55,5%	Russland	RTS	10,5%	-21,9%	14,4%	-23,3%
Niederlande	AEX	9,7%	-11,9%	9,7%	-11,9%	Türkei	ISE 100	52,6%	-22,3%	58,9%	-34,3%
Schweiz	SMI	14,9%	-7,8%	15,7%	-5,1%						
UK	FTSE 100	5,8%	-5,6%	9,0%	-3,1%	Asien					
Dänemark	KFX	27,2%	-14,8%	26,8%	-14,6%	Hongkong	Hang Seng	22,9%	-20,0%	21,3%	-17,2%
Schweden	OMX	11,8%	-14,5%	16,1%	-14,0%	Thailand	SET	35,8%	-0,7%	37,9%	-2,0%
Norwegen	Oslo SE	20,2%	-16,3%	26,8%	-15,8%	Singapur	Straits	19,7%	-17,0%	25,1%	-15,3%
						Südkorea	Kospi	9,4%	-11,0%	16,6%	-11,0%
						Indonesien	JSX	12,9%	3,2%	4,6%	6,0%
Nordamerika						Philippinen	PHS	33,0%	4,1%	39,8%	7,4%
USA	Dow Jones 30	7,3%	5,5%	5,2%	9,0%	Malaysia	KLSE	10,3%	0,8%	12,6%	1,3%
USA	S&P 500	13,4%	0,0%	11,2%	3,3%	Taiwan	SE	8,9%	9,6%	11,8%	28,6%
USA	Nasdaq	15,9%	-1,8%	13,7%	1,4%	China	Shanghai Comp	3,2%	-21,7%	2,6%	-15,3%
Kanada	Toronto SE	4,0%	-11,1%	4,6%	-10,3%	Indien	BSE 30	25,7%	-24,6%	20,0%	-34,4%
Japan + Australien											
Japan	Nikkei 225	22,9%	-17,3%	8,4%	-10,4%	Welt					
Japan	Topix	18,0%	-18,9%	4,1%	-12,1%	Gesamt	MSCI World	13,1%	7,8%	11,0%	18,1%
Australien	ASX	13,5%	-15,2%	13,6%	-12,4%	Schwellenländer	MSCI EM	13,9%	11,7%	12,9%	25,5%
Stand:		31.12.2012									

5 Aktienmärkte

Bewertung und Kennziffern

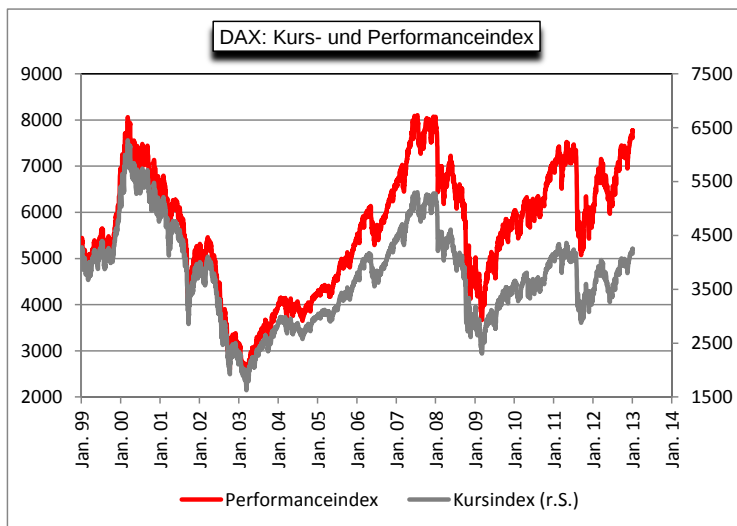
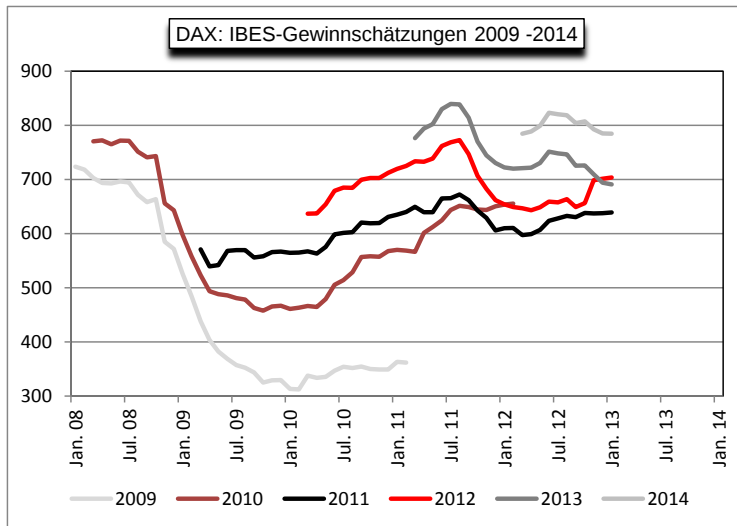


FACTSET ExcelConnect

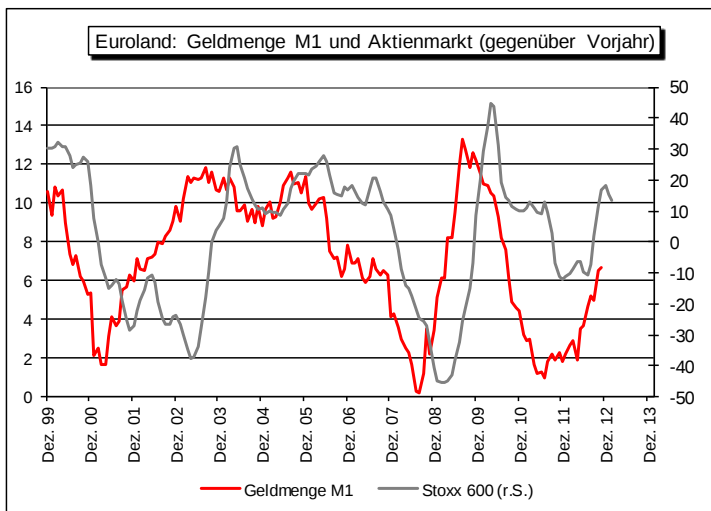
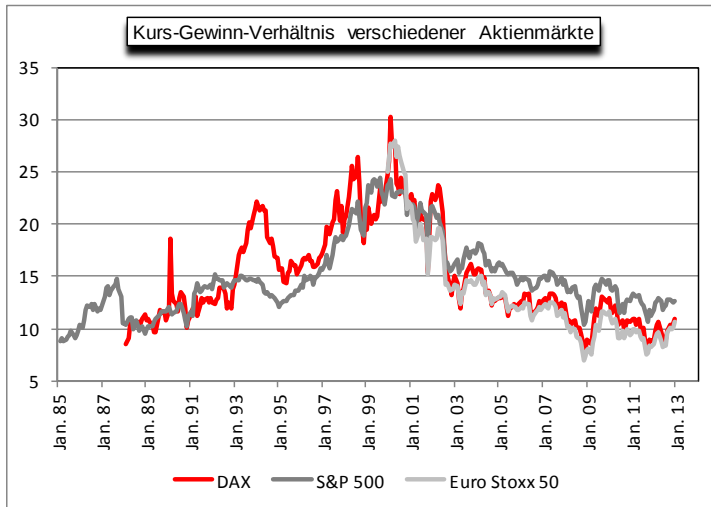
HOME UPDATE EDIT

Minibase (Local Currency) as of 03/01/13

	EPS 12	EPS 13	EPS 14	EPS % Change 11	EPS % Change 12	EPS % Change 13	EPS % Change 14	6 Months Revisions (%) 12	6 Months Revisions (%) 13	Next 12 months P/E	Last 12 months P/E	Next 12 months Price/ Book	Next 12 months Price/ Cash Flow	Next 12 months Return on Equity	Next 12 months Net Div Yield	Auf Konsens- Schätzungen basierendes Kursziel 2013
Germany																
DAX Perf (DE)	747,75	697,52	779,42	3,8%	14,4%	-6,7%	11,7%	10,9%	-7,6%	11,1 x	10,4 x	1,4	6,5	12,2%	3,3%	8,659
MDAX Perf (DE)	766,64	899,84	1,036,25	23,6%	11,9%	17,4%	15,2%	-2,4%	-1,2%	13,5 x	15,9 x	1,6	7,1	12,1%	3,1%	14,017
SDAX Perf (DE)	269,16	378,02	459,58	-22,5%	81,8%	40,4%	21,6%	-19,2%	-13,4%	14,2 x	19,9 x	1,3	5,4	9,1%	3,1%	6,509
TecDAX Perf (DE)	46,88	52,16	65,07	-29,0%	29,2%	11,3%	24,7%	-5,9%	-12,6%	16,3 x	18,2 x	2,0	11,0	12,3%	2,2%	1,063
Europe																
DJ Euro Stoxx 50	235,96	240,69	266,43	-5,0%	0,7%	2,0%	10,7%	1,0%	-7,4%	11,2 x	11,4 x	1,2 x	6,1 x	10,7%	4,1%	2,987
DJ Stoxx 50	218,21	234,64	256,12	3,8%	-4,1%	7,5%	9,2%	-8,0%	-9,9%	11,2 x	12,1 x	1,6 x	7,5 x	14,0%	4,3%	2,880
DJ Stoxx 600	21,81	24,05	27,01	-0,1%	4,3%	10,3%	12,3%	-7,5%	-9,4%	11,9 x	13,1 x	1,4 x	7,2 x	11,7%	3,7%	322
France CAC 40	301,42	339,89	375,37	-4,8%	-2,6%	12,8%	10,4%	-6,4%	-5,6%	10,9 x	12,3 x	1,1 x	6,2 x	10,2%	4,1%	4,106
Italy Fixed	23,07	26,24	30,36	-36,2%	83,3%	13,7%	15,7%	-16,0%	-17,6%	11,0 x	12,5 x	0,8 x	3,2 x	7,7%	4,9%	26,27
Spain IBEX 35	492,14	685,95	809,24	-21,2%	-33,7%	39,4%	18,0%	-26,0%	-18,3%	12,2 x	17,0 x	1,1 x	5,2 x	9,0%	5,4%	9,899
Greece Fixed	4,25	5,68	8,96	R-	R+	33,5%	57,9%	483,7%	-3,0%	16,9 x	22,6 x	0,7 x	4,5 x	4,1%	2,8%	152
Ireland ISEQ	301,42	339,89	375,37	-4,8%	-2,6%	12,8%	10,4%	-6,4%	-5,6%	10,9 x	12,3 x	1,1 x	6,2 x	10,2%	4,1%	4,106
USA																
S&P 500 (US)	102,23	107,34	118,07	15,3%	6,5%	9,5%	11,2%	-2,0%	-4,8%	13,0 x	14,3 x	2,0 x	8,9 x	15,4%	2,3%	1,538
Dow Jones Industrial	1,061,00	1,141,40	1,229,08	9,4%	3,3%	7,6%	7,7%	-1,2%	-4,0%	11,7 x	12,6 x	2,0 x	7,9 x	17,3%	3,1%	14,411
NASDAQ 100 (US)	180,03	195,90	223,76	16,9%	14,0%	8,8%	14,2%	-2,9%	-7,8%	13,9 x	15,2 x	2,7 x	10,1 x	19,6%	1,6%	3,117
NASDAQ Composite (US)	173,39	199,12	235,57	29,5%	12,7%	14,8%	18,3%	-5,7%	-9,4%	15,5 x	17,9 x	2,4 x	10,1 x	15,5%	1,6%	3,663
PHLX Semiconductor (US)	26,16	27,44	33,03	-2,3%	-16,1%	4,9%	20,4%	-9,3%	-21,5%	14,5 x	15,2 x	2,2 x	8,1 x	15,3%	2,8%	478
Japan																
Nikkei 225 (JP)	606,91	800,08	931,98	-9,6%	22,0%	31,8%	16,5%	-14,9%	-9,3%	13,0 x	17,1 x	1,0 x	5,4 x	7,7%	2,5%	12,092



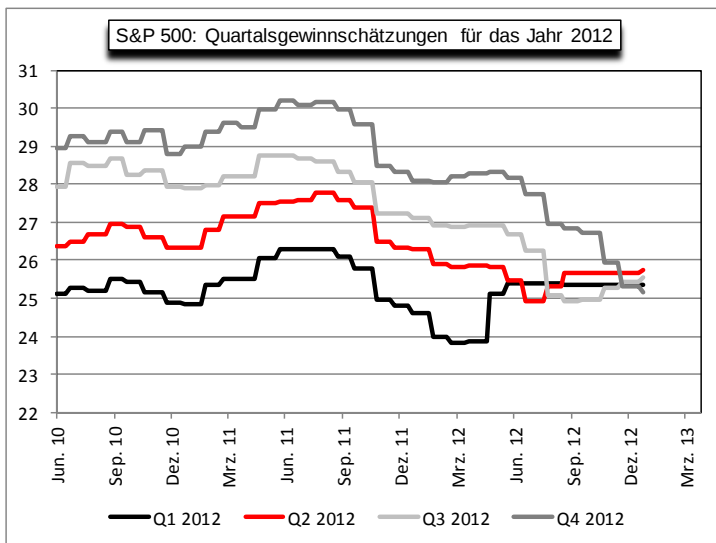
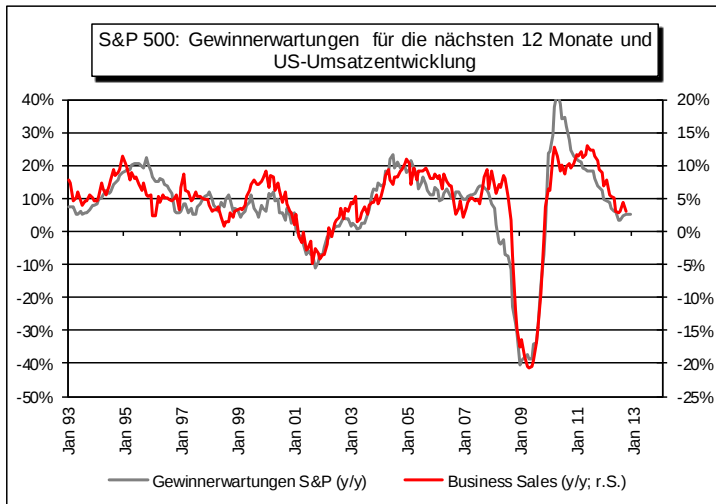
- Der DAX hat im vergangenen Jahr trotz aller ökonomischer Negativnachrichten fast 30% an Wert gewonnen. Diese überdurchschnittliche Performance ist vor allem auf zwei Tatsachen zurückzuführen: Zum einen haben sich die Unternehmen und insbesondere deren Gewinne etwas besser entwickelt, als es die Gewinnschätzungen zu Anfang des Jahres vermuten ließen. Zum anderen ist die Kursentwicklung dieses Jahres auf eine Ausweitung der Bewertungsmultiplikatoren zurückzuführen.
- Derzeit weist der DAX ein KGV von rund 11 auf, wenn man die Gewinnerwartungen der nächsten 12 Monate zugrunde legt. Im historischen Vergleich ist dies keine besonders ambitionierte Bewertung, so dass weitere Kursgewinne in den kommenden Monaten durchaus möglich sind. Ein Erreichen und Überschreiten der alten Rekordstände im DAX bei gut 8.000 Punkten ist unter Bewertungsgesichtspunkten wahrscheinlich.
- Da der DAX ein Performanceindex ist, werden die Dividendenausschüttungen bei der Indexberechnung berücksichtigt. Die meisten internationalen Vergleichsindizes sind jedoch Kursindizes, die die Dividenden nicht berücksichtigen. Der DAX-Kursindex liegt noch weit unter seinem Rekordwert vom Frühjahr 2000 und auch noch um rund 20% unter dem Niveau des Sommers 2007.



- Alle europäischen Aktienindizes weisen eine niedrige Bewertung auf. Allerdings halten wir die Gewinnschätzungen für einzelne Länder (Italien, Frankreich, Portugal) angesichts der wirtschaftlichen Probleme in diesen Ländern für zu optimistisch.
- Nichtsdestotrotz stellen die überdurchschnittlich hohen Risikoprämien am Aktienmarkt einen gewissen Puffer für zu optimistische Gewinnerwartungen dar. Bei der Ableitung von Kurszielen stellt der „faire“ Bewertungsmultiplikator die größte Unbekannte dar. Da Staatsanleihen in vielen Fällen ein unattraktives Investment geworden sind, könnte dies zu einer weiteren Bewertungsausweitung führen. Sollte die Risikoprämie am Aktienmarkt weiter sinken, würden die Kurse noch erheblich zulegen können. Von daher empfiehlt es sich nicht, dem Aktienmarkt derzeit den Rücken zuzukehren.
- Die Ankündigung der EZB, alles Notwendige zur Rettung des Euro zu tun, hat die Risikoprämie an den Aktienmärkten deutlich gedrückt. Zudem hilft die enorme Liquidität, die die internationalen Notenbanken in die Märkte pumpen und die weniger der Realwirtschaft als vielmehr den Vermögensmärkten helfen („Asset Inflation“).

5 Aktienmärkte

Gewinnerwartungen USA/ S&P 500



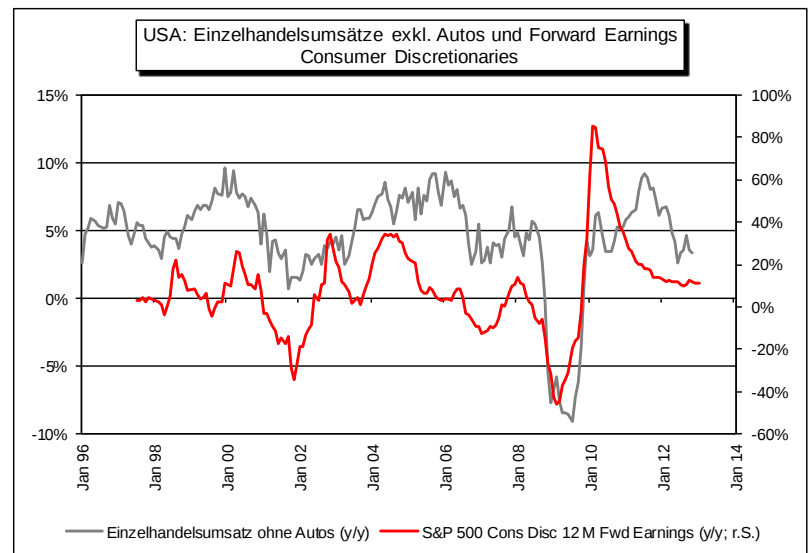
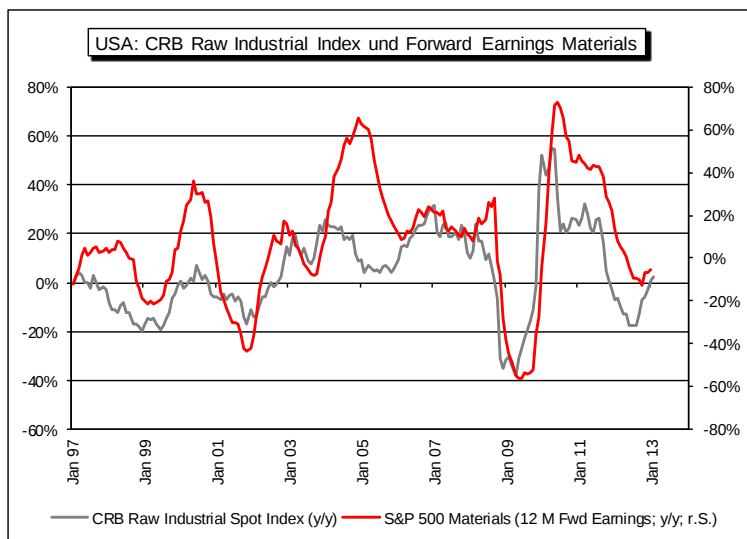
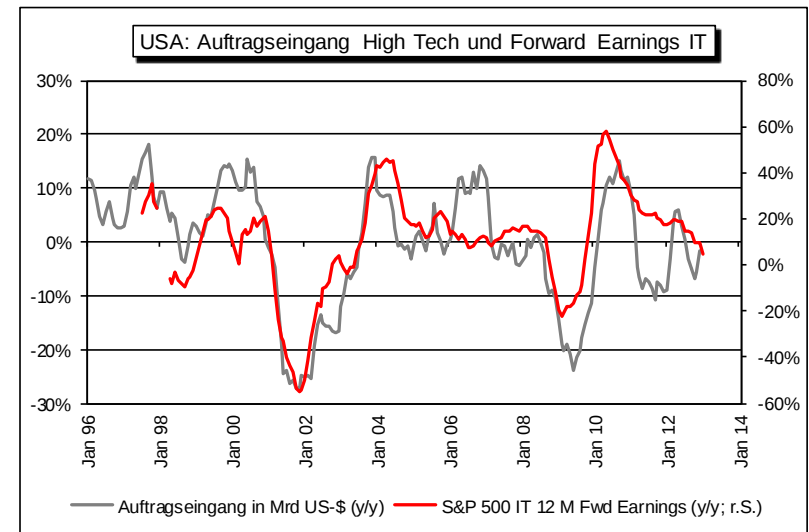
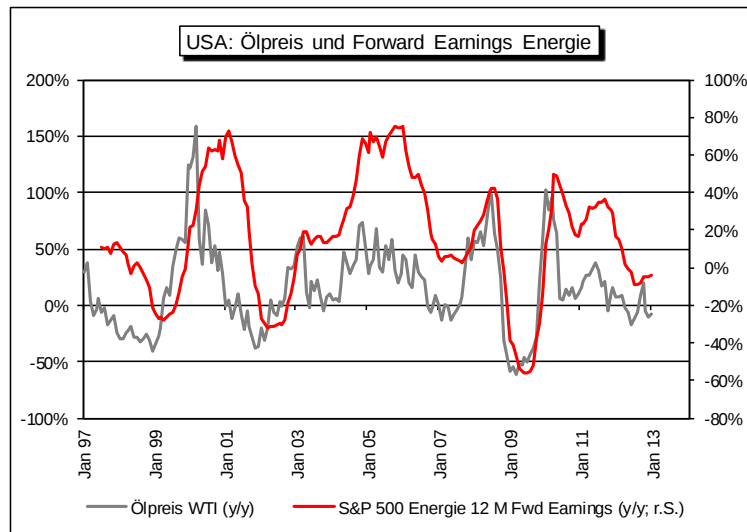
- Die US-Gewinnerwartungen sind in den vergangenen Wochen nach unten revidiert worden. Ein Gewinnanstieg für den S&P 500 von 7% im Jahr 2012 und 10% in 2013 ist unseres Erachtens jedoch immer noch etwas zu optimistisch. Da die US-Unternehmen jedoch immer noch sehr hohe Gewinnmargen erzielen, bleibt der US-Aktienmarkt dennoch interessant.

FACTSET ExcelConnect
Minibase in USD as of 03/01/13

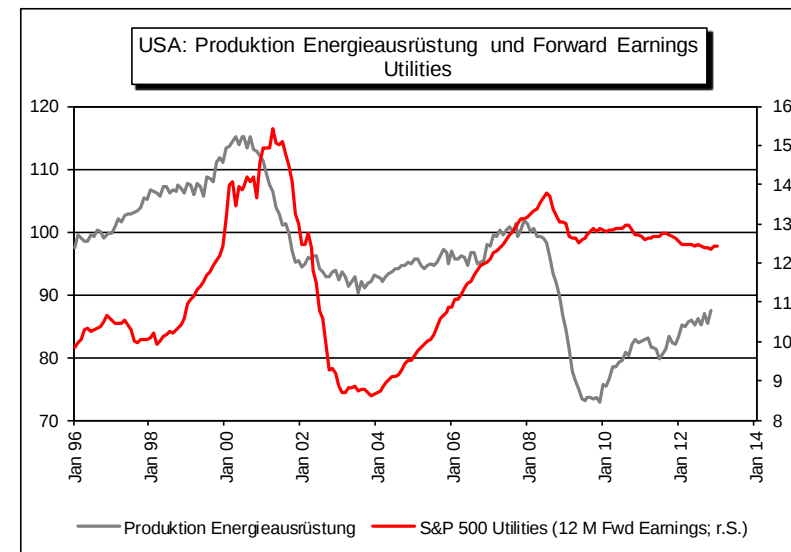
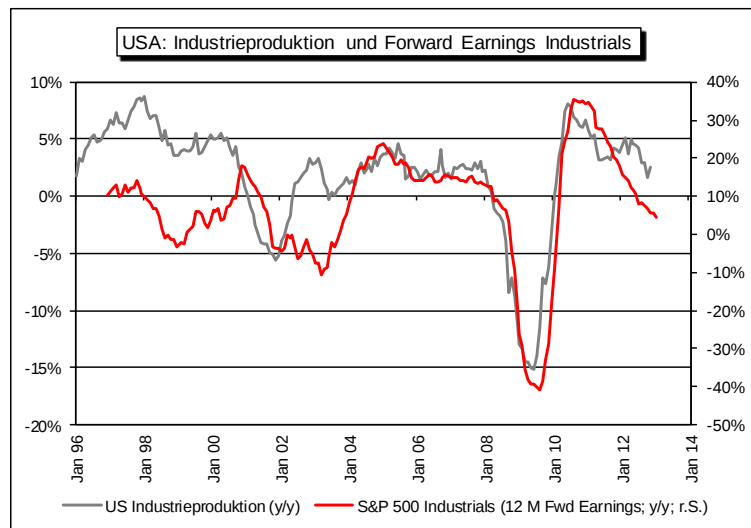
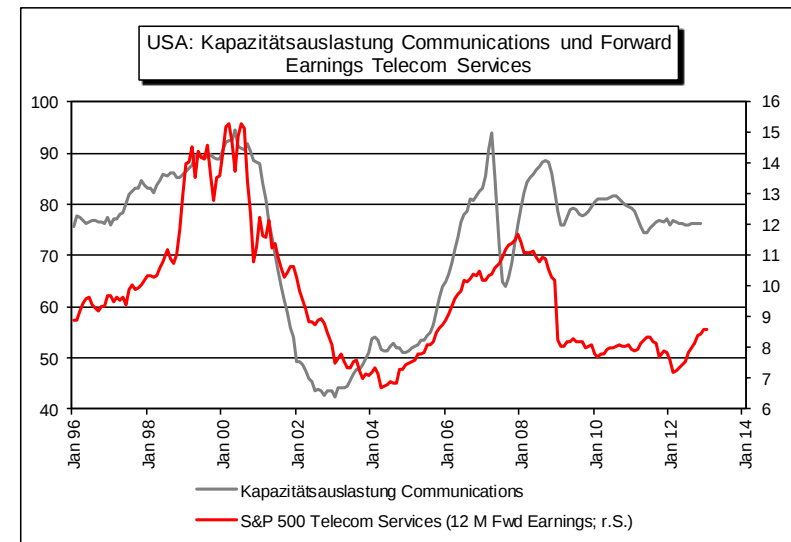
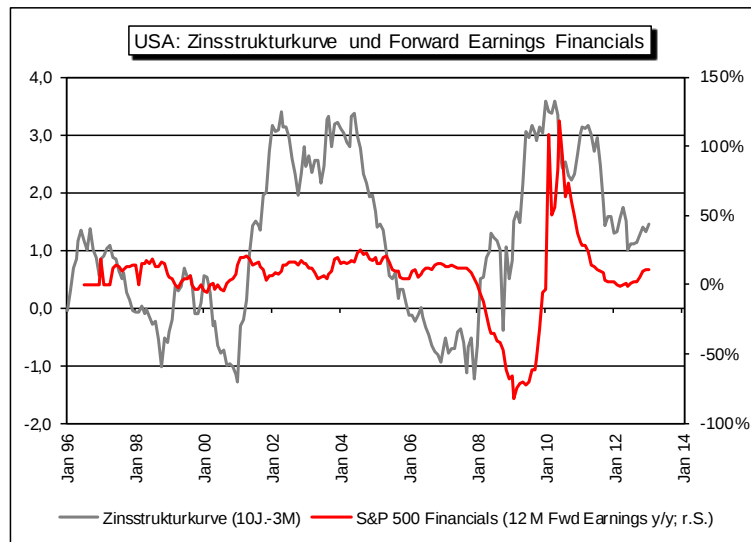
	EPS % Change 11	EPS % Change 12	EPS % Change 13	6 Months Revisions EPS (%) 12	6 Months Revisions EPS (%) 13	2 Months Revisions Quarterly EPS (%) CQ4 12	2 Months Revisions Quarterly EPS (%) CQ1 13	Next 12 months P/E	Next 12 months Price/Book	Next 12 months Net Div Yield	% Change YTD
S&P 500 /I/ Cons Discr (US)	15,3%	11,2%	13,6%	-0,9%	-3,3%	-2,6%	-1,0%	15,5	3,3	1,6%	2,4%
S&P 500 /I/ Cons Staples (US)	7,6%	3,3%	8,7%	-1,2%	-1,3%	0,1%	1,1%	15,2	3,7	3,2%	2,3%
S&P 500 /I/ Energy (US)	38,1%	-5,7%	5,6%	-4,3%	-9,3%	-1,0%	-2,3%	11,4	1,6	2,4%	2,2%
S&P 500 /I/ Financials (US)	5,8%	24,1%	13,7%	2,0%	0,5%	-12,0%	0,1%	11,8	1,0	2,0%	2,7%
S&P 500 /I/ HealthCare (US)	8,6%	4,2%	5,4%	1,7%	-1,2%	0,1%	-0,9%	12,4	2,4	2,4%	2,0%
S&P 500 /I/ Industrials (US)	22,1%	7,1%	8,7%	-3,3%	-7,2%	-1,3%	-0,8%	13,4	2,5	2,5%	2,3%
S&P 500 /I/ Info Tech (US)	18,1%	9,0%	8,4%	-5,2%	-9,1%	-1,3%	-1,7%	12,3	2,7	1,7%	2,4%
S&P 500 /I/ Materials (US)	28,2%	-10,8%	19,7%	-12,0%	-12,5%	-2,4%	-0,4%	13,3	2,2	2,5%	1,7%
S&P 500 /I/ Telecom Serv (US)	-1,7%	2,6%	20,2%	2,7%	4,3%	-0,2%	-1,7%	17,5	2,3	4,7%	2,9%
S&P 500 /I/ Utilities (US)	1,2%	-7,7%	1,7%	-0,3%	-1,6%	-0,9%	-1,0%	14,6	1,4	4,4%	1,8%
S&P 500 (US)	15,3%	6,5%	9,5%	-2,0%	-4,8%	-3,0%	-0,8%	13,0	2,0	2,3%	2,3%
Dow Jones Industrial Average (I)	9,4%	3,3%	7,6%	-1,2%	-4,0%	-1,2%	0,2%	11,7	2,0	3,1%	2,2%
NASDAQ 100 (US)	16,9%	14,0%	8,8%	-2,9%	-7,8%	-2,2%	-3,2%	13,9	2,7	1,6%	2,7%
NASDAQ Composite (US)	29,5%	12,7%	14,8%	-5,7%	-9,4%	-4,1%	-3,6%	15,5	2,4	1,6%	2,7%
PHLX Semiconductor (US)	-2,3%	-16,1%	4,9%	-9,3%	-21,5%	-6,1%	-4,4%	14,5	2,2	2,8%	3,5%

5 Aktienmärkte

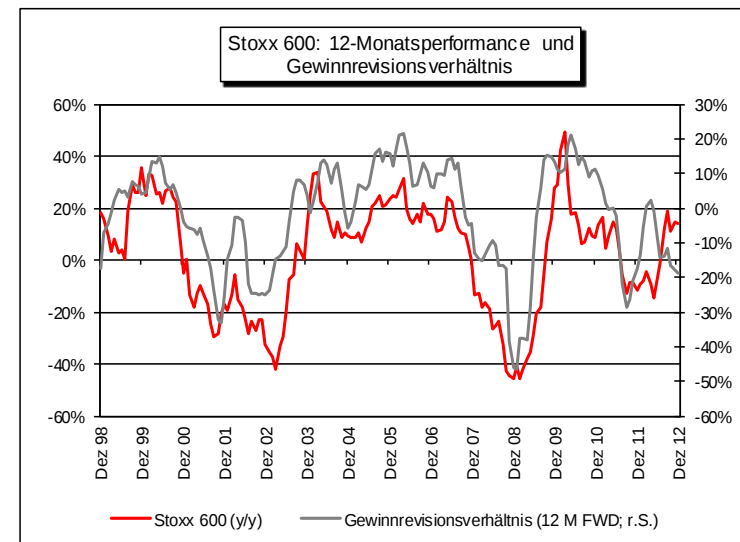
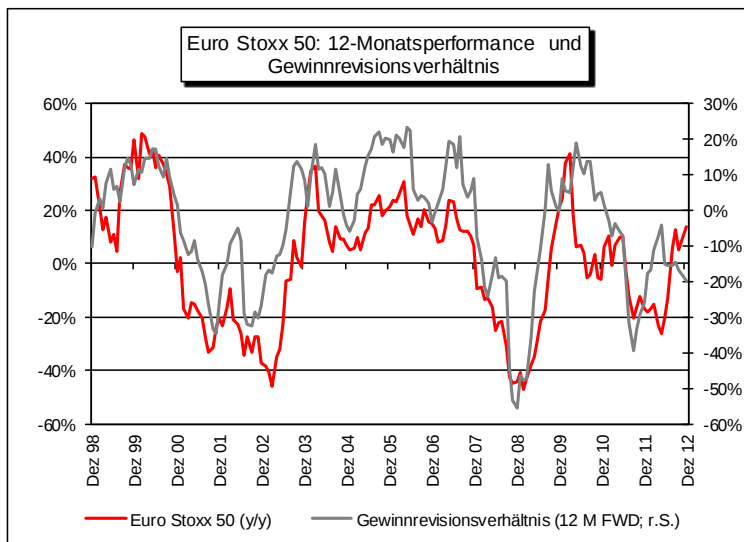
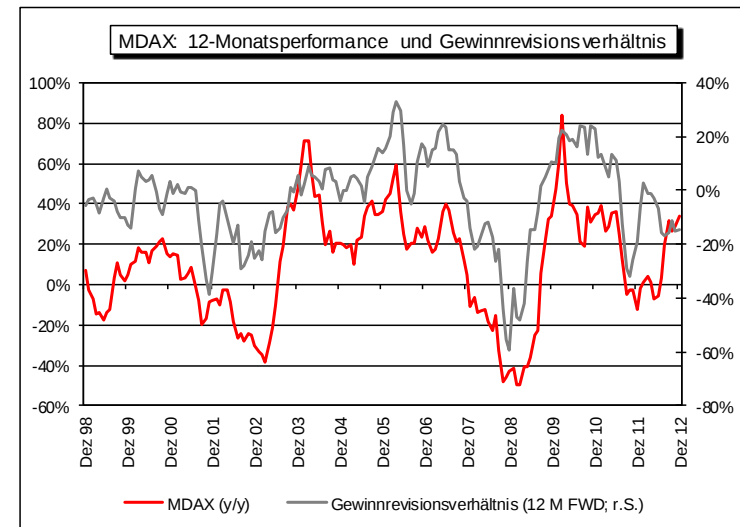
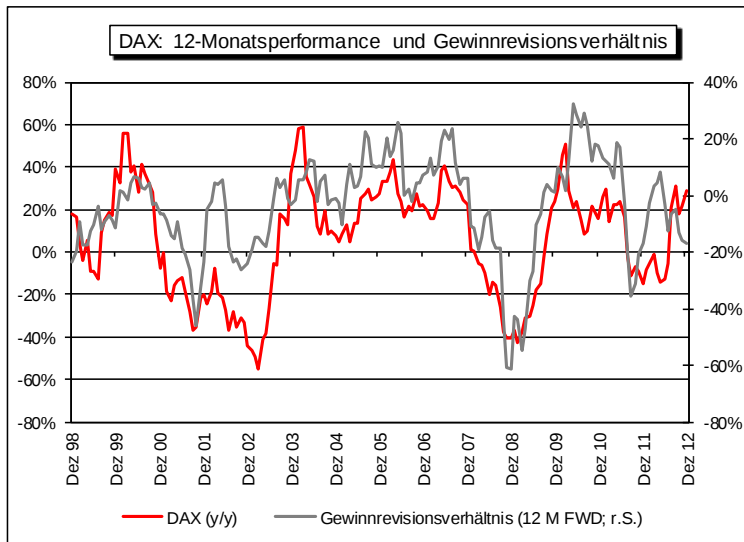
Einflussfaktoren für Branchengewinne



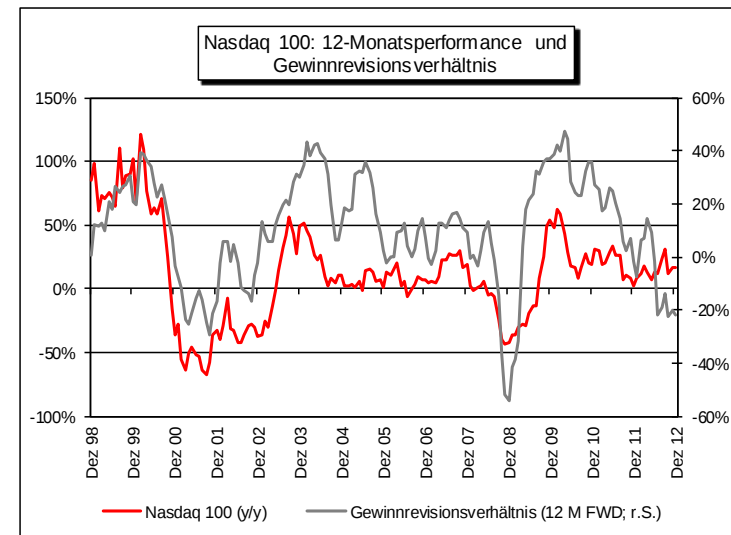
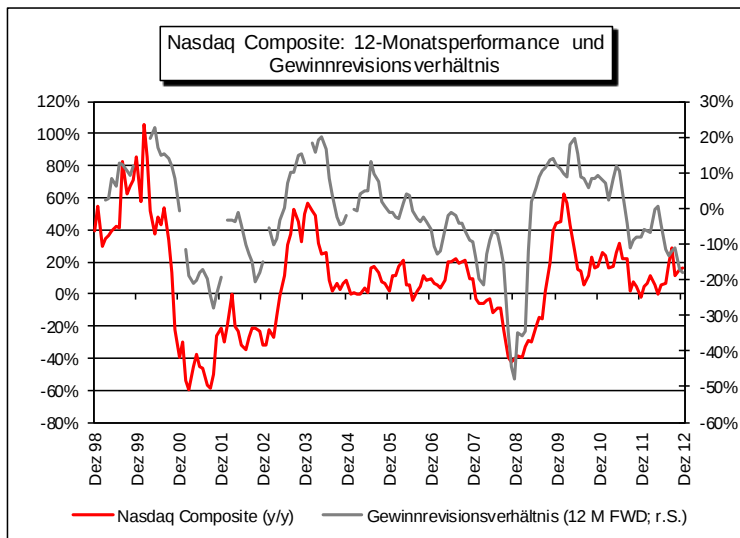
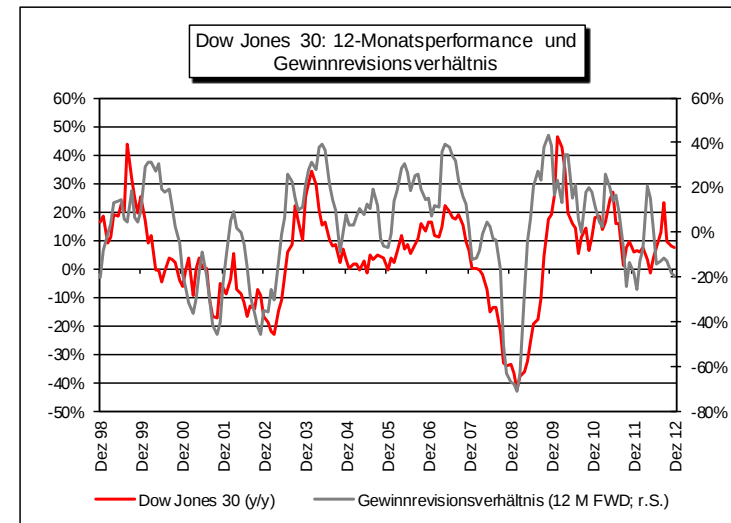
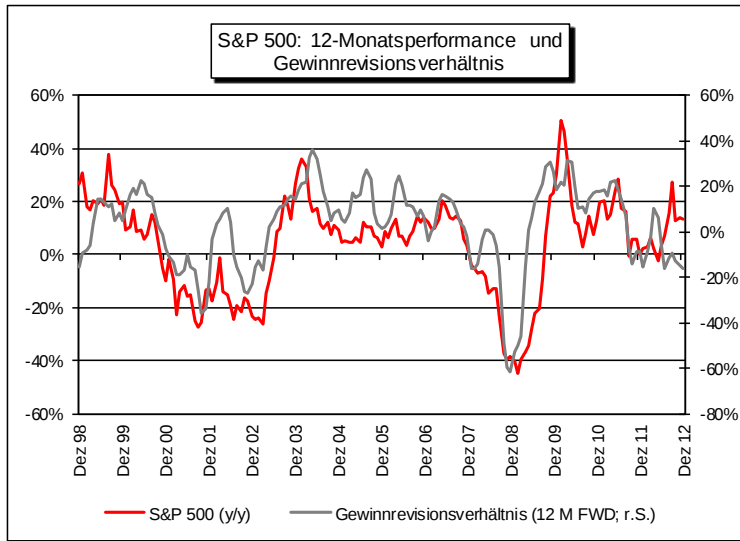
5 Aktienmärkte Einflussfaktoren für Branchengewinne

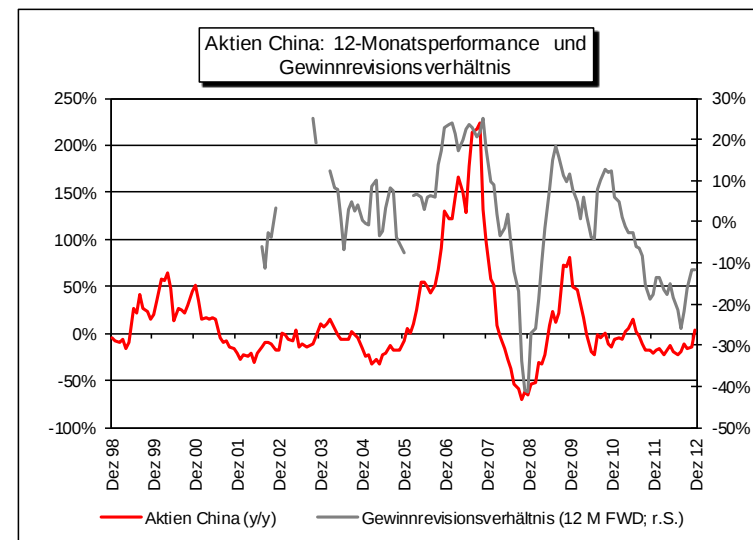
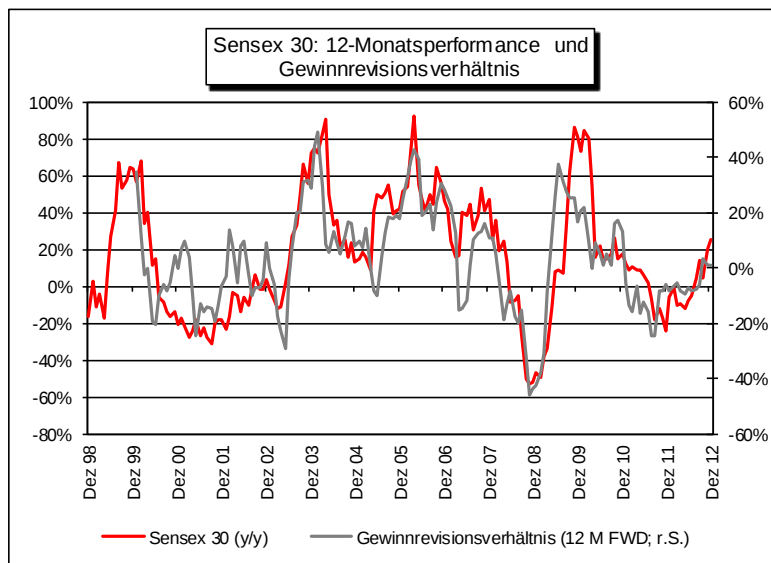
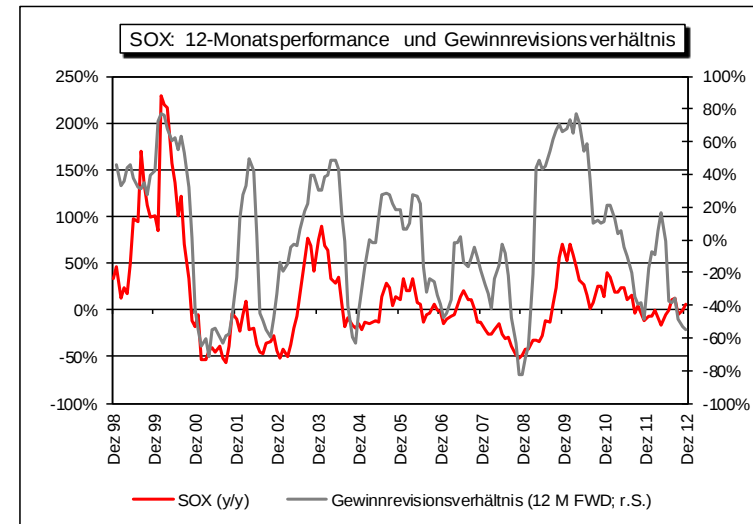
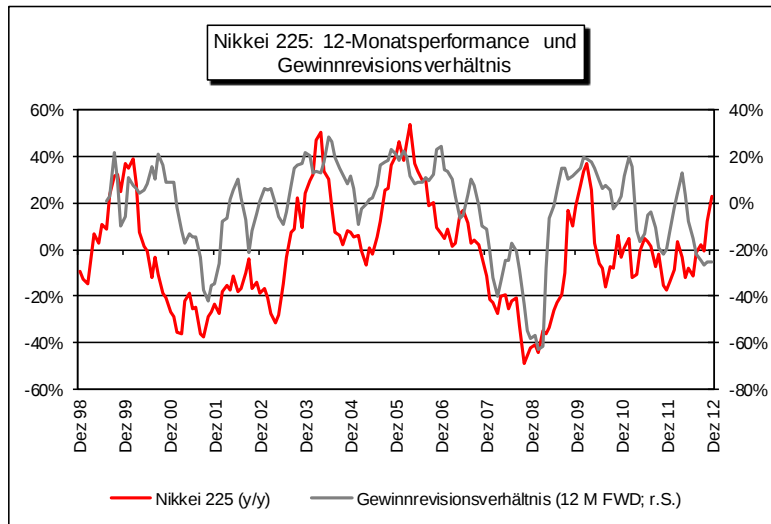


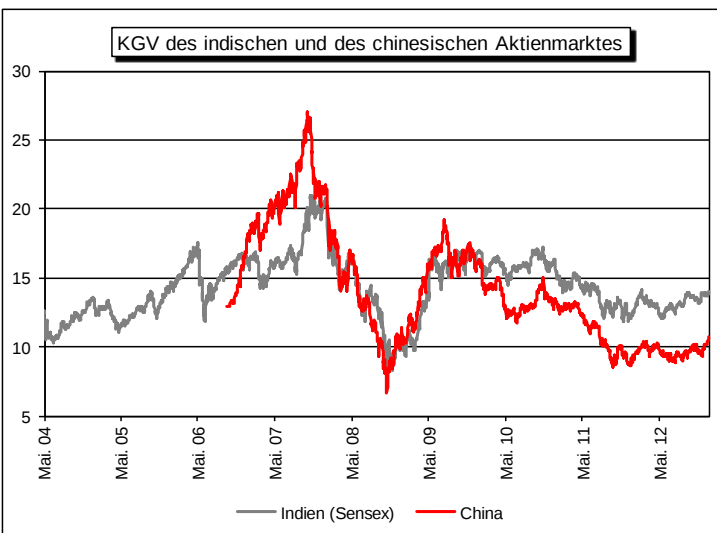
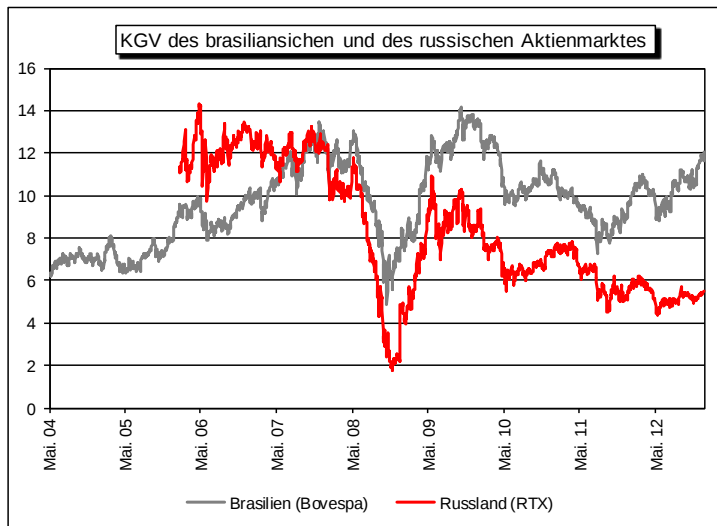
5 Aktienmärkte Gewinnrevisionen



5 Aktienmärkte Gewinnrevisionen







- Die meisten Schwellenländerbörsen weisen ähnlich niedrige Bewertungen auf wie die europäischen Aktienmärkte – häufig allerdings bei höherem erwarteten Gewinnwachstum. Unter den BRIC-Ländern ist vor allem der russische Aktienmarkt mit einem KGV von gut 5 sehr günstig bewertet; auch Brasilien und China sind nicht mehr überbewertet. Unter Bewertungsgesichtspunkten ist auch die Türkei interessant.

FACTSET

ExcelConnect

HOME

UPDATE

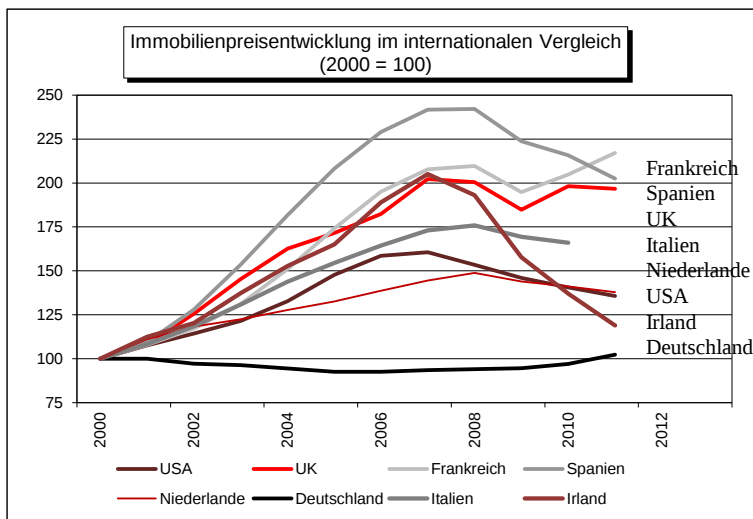
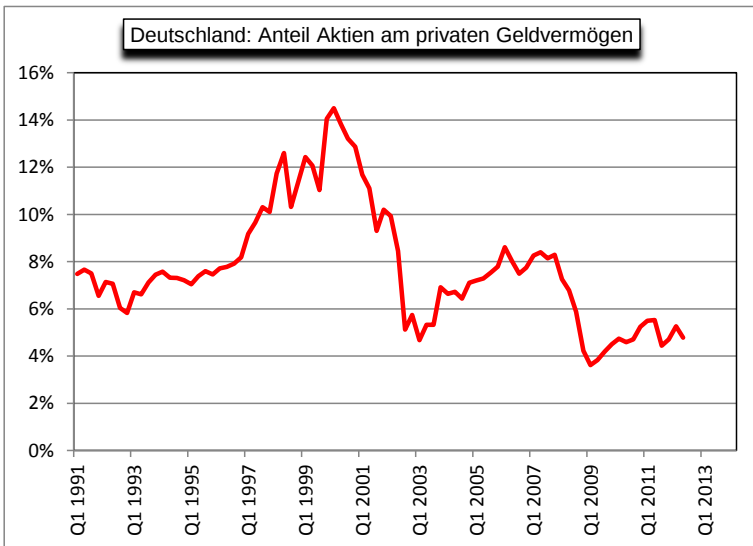
EDIT

Minibase (Local Currency) as of 03/01/13

	EPS % Change	EPS % Change	EPS % Change	6 Months	6 Months	Next 12	Last 12	Next 12	Next 12					5Y CDS
	11	12	13	Revisions	EPS	Revisions	EPS	months	months	months	months	Net	% Change YTD	5Y CDS
				(%) 12		(%) 13		P/E	P/E	P/B	Div	Yield		month
														change
Bovespa (BR)	4,4%	-20,9%	19,6%	-17,4%		-12,4%		12,0 x	14,4 x	1,4	3,6%	3,9%	100	-10
RTX (RU)	44,1%	-9,5%	-0,1%	-0,3%		-0,4%		5,5 x	5,5 x	0,7	3,6%	0,0%	116	-16
Sensex 30 (IN)	19,5%	8,6%	11,5%	0,1%		-0,1%		14,0 x	15,6 x	2,4	1,9%	1,7%	255	-20
China (CN)	2,2%	1,7%	17,2%	-12,5%		-12,0%		10,7 x	12,5 x	1,5	2,8%	2,1%	59	2
Argentina (AR)	18,0%	4,3%	22,9%	-12,3%		-3,4%		6,4 x	7,8 x		2,7%	5,0%	1,417	-750
BUX (HU)	-7,4%	13,6%	4,0%	-3,3%		-14,9%		9,0 x	9,3 x	0,9	4,2%	2,5%	258	-25
Chile (CL)	R-	R+	24,6%	-34,4%		-44,1%		16,6 x	20,7 x	2,2	2,6%	0,9%	68	-8
Czech Republic	-27,0%	16,0%	-0,7%	-2,7%		-7,1%		10,7 x	10,6 x	1,5	7,0%	0,6%	60	-8
Indonesia	27,0%	6,1%	16,5%	-6,0%		-6,8%		13,9 x	16,2 x	2,7	2,5%	2,1%	123	2
IPC (Mexbol)	0,0%	12,2%	15,2%	-11,5%		-10,9%		20,9 x	24,0 x	2,9	1,0%	1,5%	90	-7
Malaysia	4,4%	7,2%	9,7%	-5,8%		-7,4%		14,4 x	15,8 x	1,9	3,5%	0,2%	69	2
Poland	28,3%	-12,4%	-8,8%	-0,6%		-12,4%		13,1 x	12,0 x	1,3	3,8%	1,6%	74	-10
Singapore	-0,2%	-0,9%	3,5%	-0,7%		-7,3%		14,4 x	14,9 x	1,4	3,5%	1,9%	83	0
South Africa	12,1%	8,8%	19,7%	-10,5%		-7,4%		12,7 x	15,1 x	2,1	3,8%	1,9%	119	-13
South Korea	-8,5%	13,9%	24,8%	-13,9%		-8,4%		9,4 x	11,7 x	1,1	1,3%	1,0%	60	1
Taiwan	-37,4%	13,6%	32,8%	-14,5%		-11,9%		15,3 x	20,2 x	1,7	3,4%	1,8%		
Thailand	9,6%	14,0%	17,3%	-6,1%		-4,4%		13,1 x	15,4 x	2,2	3,6%	1,2%	86	1
Hong Kong	11,0%	-7,5%	10,3%	-4,4%		-6,3%		13,6 x	15,0 x	1,4	2,8%	2,5%	43	1
Turkey	-21,6%	27,7%	10,7%	-4,4%		-6,4%		10,7 x	11,9 x	1,6	2,9%	2,0%	114	-15



6 ASSET ALLOCATION

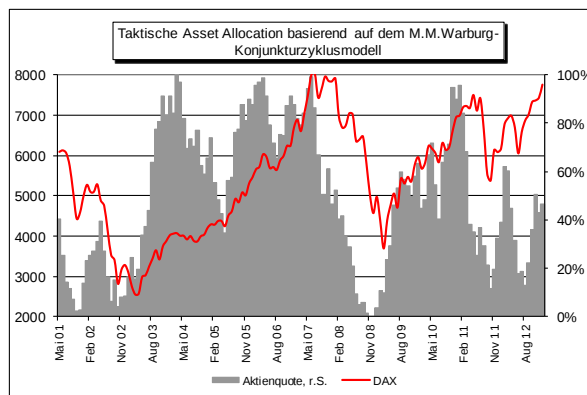


- Deutsche Privatanleger sind nur zu einem sehr geringen Teil in Aktien investiert (~5%). Stattdessen dominieren Anlageformen, die keine oder nur eine sehr geringe Rendite abwerfen bzw. erwarten lassen. Hauptsächlich wird das Vermögen auf Spar- und Girokonten gehalten.
- Aber auch die Ansprüche gegenüber Lebensversicherungen werden immer unattraktiver, weil deren Garantiezins kontinuierlich sinkt (aktuell: 1,75%). Dies liegt unter anderem daran, dass die Versicherungen ihre Aktienquoten – auch aufgrund regulatorischer Erfordernisse – deutlich verringert haben.
- In den vergangenen drei Jahren sind die Preise für deutsche Wohnimmobilien angestiegen nachdem sie vorher lange Zeit stagnierten. Im internationalen Vergleich ist die Preisentwicklung immer noch sehr moderat, wenngleich sich in einigen regionalen Teilmärkten der Preisauftrieb deutlich beschleunigt hat. Von einer allgemeinen Preisblase bei deutschen Immobilien kann aber nicht gesprochen werden.
- Aufgrund des sehr niedrigen Zinsniveaus und der hohen Liquidität könnten die Immobilienpreise und die Aktienkurse in den kommenden Jahren weiter steigen („Anlagenotstand“). Immobilien profitieren zudem davon, dass sie von den Anlegern als „risikoarm“ eingestuft werden.

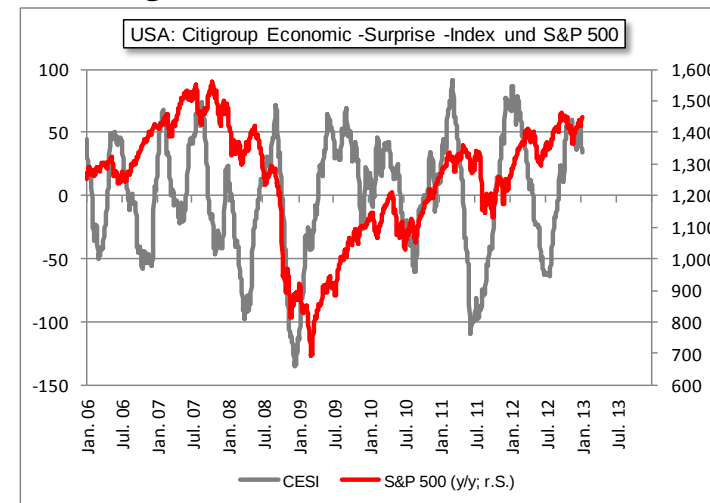
6 Asset Allocation Konjunkturzyklusmodell



Der aktuelle Wert im M.M.Warburg Asset-Allocation-Modell beträgt			47%
Die Indikatoren wirken sich aktuell wie folgt auf das Modell aus:			
	Dynamik	Niveau	
Deutschland Auftragseingang	positiv	negativ	
Deutschland Ifo-Index	positiv	negativ	
Deutschland ZEW-Index	positiv	positiv	
Deutschland GfK Konsumklima	negativ	negativ	
US Leading Indicator	negativ	positiv	
US Consumer Confidence	negativ	positiv	
US NAHB Index	positiv	positiv	
US ISM Manufacturing Index	positiv	negativ	
US ISM Non-Manufacturing Index	positiv	positiv	
US New Orders Durables	positiv	positiv	
US Building Permits	positiv	positiv	
Belgien Frühindikator	positiv	negativ	
E-17 Konsumentenvertrauen	positiv	negativ	
E-17 Industrievertrauen	positiv	negativ	
Japan Frühindikator	negativ	negativ	
Brasilien OECD-Frühindikator	negativ	negativ	
China OECD-Frühindikator	positiv	negativ	
Indien OECD-Frühindikator	positiv	negativ	
Russland OECD-Frühindikator	negativ	negativ	
OECD-Frühindikator	positiv	negativ	
CRB Raw Industrial Spot Index	positiv	negativ	
China Einkaufsmanagerindex	negativ	negativ	
Geldmenge M1 Eurozone	positiv	positiv	
Rendite J.P.Morgan Welt	negativ	positiv	
EMBI+-Spread	positiv	negativ	
Corporate Bond Spread USA	positiv	positiv	
Zinsstruktur USA (10J-2J)	positiv	negativ	
Ölpreis	negativ	positiv	
EUREX Put-Call-Ratio	positiv	positiv	
US-KGV (12 M FWD)	negativ	negativ	
DAX-KGV (12 M FWD)	negativ	positiv	

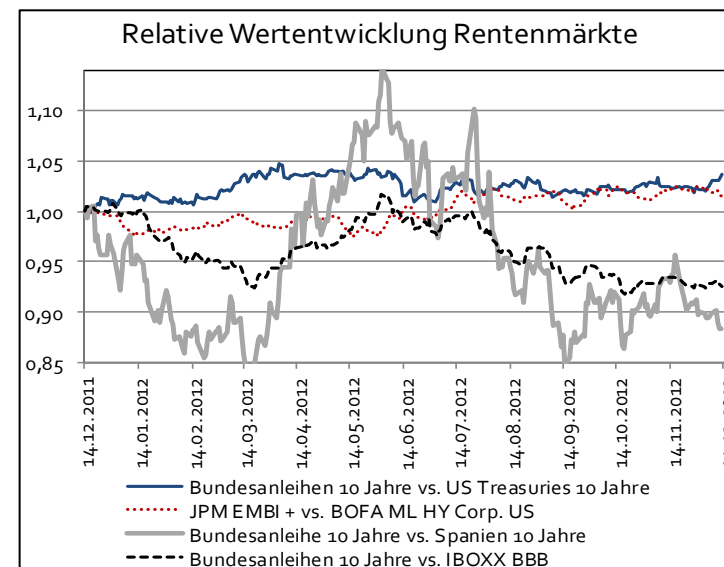
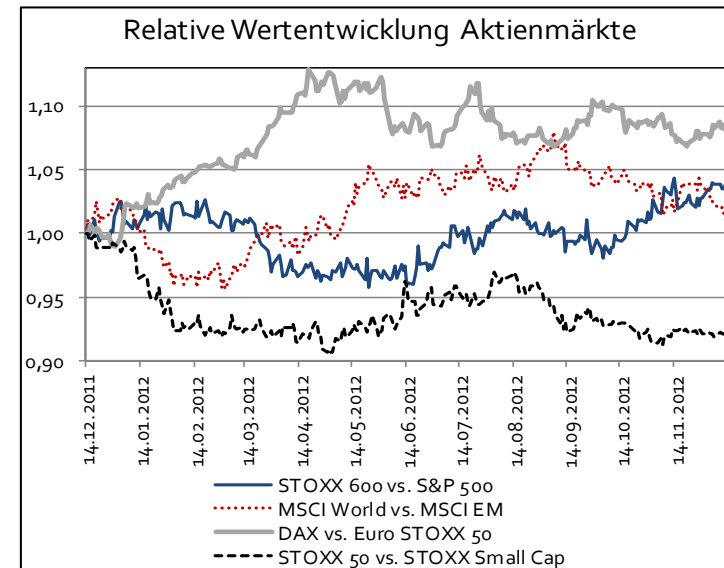


- Das konjunkturelle Umfeld für die Aktienmärkte hat sich etwas verbessert. So haben sich zuletzt viele globale Frühindikatoren erholt. Im historischen Vergleich sind die konjunkturellen Rahmenbedingungen allerdings nur durchschnittlich.
- Mehr noch als von den fundamentalen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen werden die Kapitalmärkte derzeit von den Entscheidungen der Politik und den Notenbanken bestimmt. Vor allem die sehr expansive Geldpolitik der Notenbanken unterstützt die Aktienmärkte.
- Bei einer einseitigen Positionierung drohen erhebliche Vermögensverluste. Diversifizierung und aktives Asset Management bleiben unerlässlich.



M.M.WARBURG Datenmonitor - Konjunktur

	Wert relativ Trend	Veränd. vs. Vormonat	Gesamtwert
Bewertung	0,5	1,1	0,8
Zinsniveau	0,3	0,3	0,3
Steilheit Zinsstruktur	0,1	0,6	0,4
Geldmenge eng Mo/M1	1,3	-0,8	0,3
Geldmenge weit M2/M3	0,6	0,0	0,3
Frühindikatoren Europa	-0,5	1,0	0,3
Frühindikatoren USA	0,6	-0,7	-0,1
Frühindikatoren Japan	0,1	0,2	0,2
Frühindikatoren BRIC	-0,6	0,3	-0,2
Realwirtschaft Europa	0,0	-0,8	-0,4
Realwirtschaft USA	0,9	-0,3	0,3
Realwirtschaft Japan	0,0	0,4	0,2
Realwirtschaft BRIC	-0,3	0,7	0,2
Preise	-0,5	-0,8	-0,7
Risikoaversion	-1,4	-0,3	-0,9



Carsten Klude

M.M.Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75

20095 Hamburg

Mail: cklude@mmwarburg.com

Phone: +49 40 3282-2572

Fax: +49 40 3618-1124

Dr. Christian Jasperneite

M.M.Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75

20095 Hamburg

Mail: cjasperneite@mmwarburg.com

Phone: +49 40 3282-2439

Fax: +49 40 3618-1124

Matthias Thiel

M.M.Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75

20095 Hamburg

Mail: mthiel@mmwarburg.com

Phone: +49 40 3282-2401

Fax: +49 40 3618-1124

Martin Hasse

M.M.Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75

20095 Hamburg

Mail: mhasse@mmwarburg.com

Phone: +49 40 3282-2411

Fax: +49 40 3618-1124

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.