

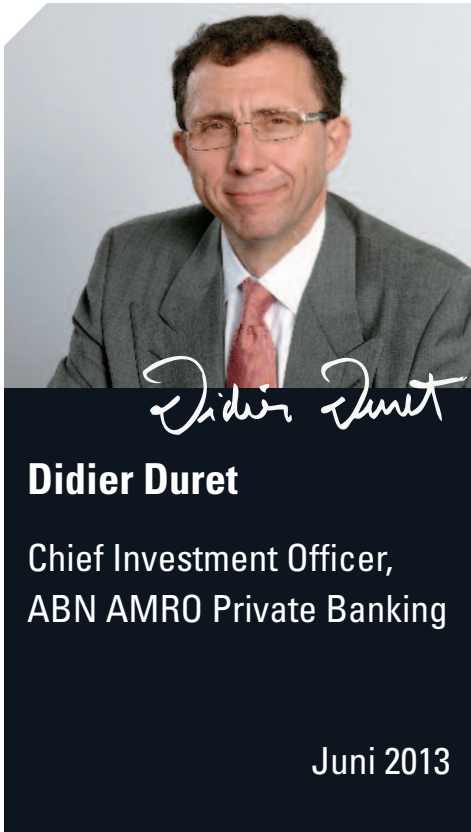


Neue Realitäten

Ausblick für das 3. Quartal 2013

Investment
Strategie

Ausblick für das dritte Quartal 2013



Neue Realitäten

Es ist schon paradox. Die Zentralbanken haben die Unsicherheit an den Märkten durch quantitative Lockerung gemindert. Jetzt gibt es Zweifel über das bevorstehende Ende der expansiven Geldpolitik. Dabei birgt die Aussicht auf einen solchen Kurswechsel auf mittlere Sicht auch das Potenzial auf eine breiter angelegte wirtschaftliche Normalisierung.

Nachdem die Weltwirtschaft wieder an Dynamik gewinnt, sollten die Investoren in den kommenden Monaten die Abhängigkeit ihrer Portfolios von den geldpolitischen Stützungsmaßnahmen reduzieren und wieder stärker in echte Wachstumsquellen investieren. ABN AMRO empfiehlt, dass sich die Anleger auf Vermögenswerte konzentrieren, die vom globalen Aufschwung profitieren. Das heißt, sie sollten Aktien von US-Unternehmen mit starkem Inlandsgeschäft, von europäischen Unternehmen mit einem starken internationalen Geschäft und von Unternehmen und Branchen kaufen, die an neuen Einzelhandelstrends partizipieren. Bei der Portfoliostruktur sollte der Fokus wieder auf den Unternehmensgewinnen liegen statt auf der quantitativen Lockerung. Denn Staatsanleihen und teure Investmentgrade-Anleihen dürften unter der allmählichen Drosselung der geldpolitischen Unterstützung leiden.

Diese und andere Einschätzungen stellt das Team von ABN AMRO Private Banking Research & Strategy auf den folgenden Seiten vor und gibt dabei auch Hinweise zu Chancen in den Bereichen Immobilien, Hedgefonds und Devisen – damit Sie von den neuen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen profitieren und erfolgreich investieren können. Außerdem stehen Ihnen natürlich wie immer Ihr Relationship Manager oder Ihr nächstgelegenes Investment Advisory Centre (siehe Rückseite des Berichts) zur Seite und helfen Ihnen, Ihr Portfolio nach der Risiko-Rendite-Strategie zusammenzustellen, die Ihren Anlagezielen am besten entspricht.

Inhaltsverzeichnis

Einführung – Neue Realitäten	2
Wirtschaftslage – Die Zuversicht wächst	3
Wirtschaftslage – Chinas neue Welle	4
Wirtschaftslage – Kein Kinderspiel	5
Aktien: Marktausblick	6
Aktien: Sektorausblick	7
Aktienschwerpunkt: „Aktualisierung Megatrends“	8
Aktienschwerpunkt: Der neue Einzelhandel	9
Anleiheausblick	10
Anleiheportfoliostruktur	11
Devisenausblick	12
Prognosen	13
Hedgefonds	14
Rohstoffausblick	15
Immobilien	16
Private Equity	17
Performance und Risiko	18
Portfoliostruktur	19
Mitwirkende	20

Dies ist eine internationale Publikation von ABN AMRO. Die Risikoprofile und die Verfügbarkeit von Anlageprodukten können sich von Land zu Land unterscheiden. Weitere Informationen hierzu erhalten Sie von Ihrem Berater.

Neue Realitäten

Nachdem die Weltwirtschaft wieder an Dynamik gewinnt, sollten die Anleger zu Unternehmen greifen, deren Erfolg auf nachhaltig tragfähigen Wachstumsquellen basiert – und nicht auf der Großzügigkeit der Notenbanken

Fünf Jahre lang haben die Zentralbanken in aller Welt die Wirtschaft mit außergewöhnlichen Maßnahmen gestützt. Jetzt stehen wir vor neuen Realitäten. Mit den USA als Zugpferd sollte die weltweite Konjunktur wieder Fahrt aufnehmen. Die gute Nachricht ist: Der allmähliche Aufschwung dürfte ohne ausufernde Inflation vonstatten gehen. Die schlechte ist, dass die Finanzmärkte mit einer neuen Form von Unsicherheit zu kämpfen haben: Die Marktteilnehmer sind nervös. Sie wissen nicht, wann und wie die Zentralbanken anfangen, ihre langjährige expansive Geldpolitik wieder zurückzufahren.

Unsere taktische Asset Allokation weist nach den jüngsten Anpassungen eine weniger starke Übergewichtung von Aktien auf, ebenso wie eine geringere Anleihenquote und eine neutrale Gewichtung von Immobilien. Wir bevorzugen Investments, die vom globalen Aufschwung profitieren. Die sich ändernde Marktdynamik bietet die Chance, das Portfolio auf Wachstumsaktien auszurichten, die von der allgemeinen Abkehr von defensiven Aktien profitieren dürften. Bei Anlagen, die stark von der Versorgung mit Zentralbankgeld abhängen, zum Beispiel Staatsanleihen der Kernländer oder teure Investmentgrade-Anleihen, ist es jetzt hingegen an der Zeit, Gewinne mitzunehmen.

Die wichtigsten Trends: globaler Aufschwung und Umstellung von Sparen auf Wachstum

- **Globaler Konjunkturaufschwung.** Die Weltwirtschaft könnte in der zweiten Jahreshälfte wieder an Dynamik gewinnen. In den USA sollte sich der Aufschwung selbst tragen, in der Eurozone dürfte die Stimmung auch allmählich besser werden, und China wird wahrscheinlich mit der wirtschaftlichen Neuausrichtung beschäftigt bleiben.
- **Wachsen statt sparen.** Die Eurozone dürfte beim staatlichen Sparkurs vom Gas gehen, das US-Haushaltsdefizit sollte rapide schrumpfen, und Japan experimentiert mit massiven Konjunkturmaßnahmen.
- **Unternehmensgewinne sollten steigen.** Geringere Herstellungs- und Vorproduktkosten kommen den Gewinnen zugute, wenn die Nachfrage wieder anzieht.

Die wichtigsten Herausforderungen: Risiken der Marktnormalisierung

- **Dass der künftige geldpolitische Kurs der USA noch unklar ist,** belastet risikobehaftete Anlagen auf kurze Sicht. Die Zentralbanken wollen verhindern, dass ihre massive Geldschöpfung Blasen an den Finanzmärkten fördert. Dieses Problem zeigt sich zum Beispiel an den Korrekturen bei Gold und japanischen Aktien.
- **Wenn die Fed bei der geldpolitischen Normalisierung nicht vorsichtig ist, könnte sie den Aufschwung bremsen.** Das

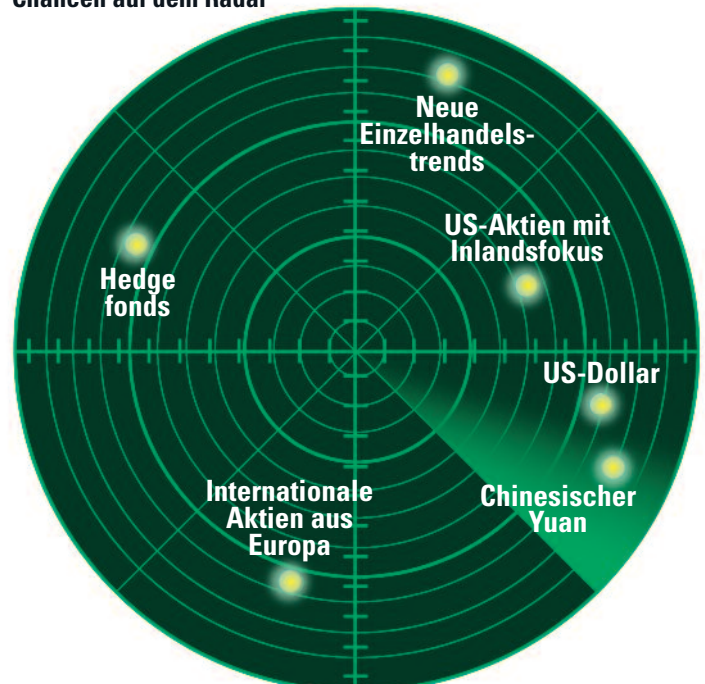
würde sich vor allem auf den amerikanischen Wohnimmobiliensektor in Form von steigenden Hypothekenzinsen negativ auswirken.

- **Ausgereiztes Bewertungspotenzial.** Die Suche nach Rendite hat die Bewertungen festverzinslicher Anlagen aufgebläht. Die niedrige Verzinsung von Investmentgrade-Anleihen begrenzt die Rendite. Auf komplexe Rentenprodukte auszuweichen ist aber keine Lösung.

Die wichtigsten Chancen: Auf der Suche nach Gewinnen

- **Höhere Volatilität bietet Einstiegschancen.** Kursschwankungen können gute Gelegenheiten bieten, bei kleineren US-Unternehmen mit starkem Inlandsgeschäft einzusteigen; ebenso bei europäischen Unternehmen, die international wachsen, mit starkem Fokus auf Europa und Asien (vor allem China, Taiwan und Malaysia).
- **Neue Einzelhandelsstrategien im Fokus.** Neue Kaufrends und Konsumgewohnheiten wie Onlineeinkäufe über Smartphones und Tablet-Computer sorgen für Wachstum und Veränderung. Dadurch ergeben sich vielfältige und weltweite Auswirkungen. (Lesen Sie hierzu auch unseren jüngsten Aktienschwerpunkt: Der neue Einzelhandel.)
- **Wachstumswährungen.** Wir rechnen damit, dass der US-Dollar und der chinesische Renminbi aufwerten, weil die USA wieder die wirtschaftliche Führungsrolle übernehmen und Chinas Währung immer internationaler wird.

Chancen auf dem Radar



Wirtschaftslage – Die Zuversicht wächst

**Research & Strategy
und Group Economics**

Han de Jong – Chief Economist

Wir sind zunehmend sicher, dass die Weltwirtschaft in der zweiten Jahreshälfte an Dynamik gewinnt und 2014 die Erwartungen übertrifft. Zum ersten Mal seit Jahren haben wir unsere BIP-Prognose für die USA und die Eurozone nach oben korrigiert.

Die Weltwirtschaft steckt erneut in einer Schwächephase. Dafür gibt es gute Gründe: zum Beispiel die Steuererhöhungen in den USA Anfang des Jahres samt der darauf folgenden Ausgabenrückgänge; der Lagerzyklus bei Unternehmen in aller Welt; die staatlichen Sparprogramme in Europa und die in gewissem Ausmaß bewusst in Kauf genommene Abkühlung der chinesischen Wirtschaft.

Positivspirale in den USA

Es gibt allen Grund zu der Annahme, dass die Schwäche, die wir 2013 bisher erlebt haben, schon bald von einem Aufschwung abgelöst wird. Denn der Gegenwind lässt nach und Rückenwind entwickelt sich. Die entscheidende Rolle dabei spielen die USA. Durch die verbesserte Finanzlage im Privatsektor wird die Grundlage für mehr Ausgaben von Unternehmen und Privathaushalten gelegt. Die Bereitschaft der Banken, Kredite zu vergeben, ist so groß wie seit Jahren nicht mehr. Selbst das Haushaltsdefizit der Regierung entwickelt sich besser als erwartet. Bislang war die Fiskalpolitik 2013 zwar ein erheblicher Bremsklotz, aber die Sparmaßnahmen werden zurückgehen. Außerdem lässt die Inflation nach, und dadurch steigt die reale Kaufkraft. Unterdessen dürfte die Geldpolitik sehr expansiv bleiben. All diese Einflussfaktoren dürften unserer Einschätzung nach noch zunehmen und sich gegenseitig verstärken.

Verschnaufpause für Europa

Hierzulande ist der Ausblick zweifellos weniger rosig, aber er verbessert sich. Ein stärkeres Wirtschaftswachstum in den USA wird auch der Konjunktur der Eurozone helfen. Das systemische Risiko hat erheblich abgenommen, die Inflation sinkt, und die Sparmaßnahmen scheinen ihren Höhepunkt überschritten zu haben. Außerdem haben die verschuldeten Länder mehr Zeit bekommen, ihre ehrgeizigen Defizitziele zu erreichen.

Wir haben uns an Negativschlagzeilen zur Wirtschaft der Eurozone gewöhnt, was nicht verwunderlich ist. Aber in letzter Zeit waren zyklische Indikatoren zu beobachten, die unserer Meinung nach darauf hindeuten, dass sich die Wirtschaft stabilisiert und in nicht allzu ferner Zukunft wieder wächst. Das schlechte Geschäftsklima verbessert sich, und das Verbrauchervertrauen steigt jetzt schon seit sechs Monaten an. Zudem hat sich die Wettbewerbsfähigkeit der

Peripherieländer erheblich verbessert. Natürlich bleiben noch große Probleme, und die Eurokrise könnte auch schnell wieder eskalieren. Wir sind aber der Meinung, dass die Politik in dem Fall die Mittel und die Bereitschaft hat, gegenzusteuern.

Japans zweites Leben

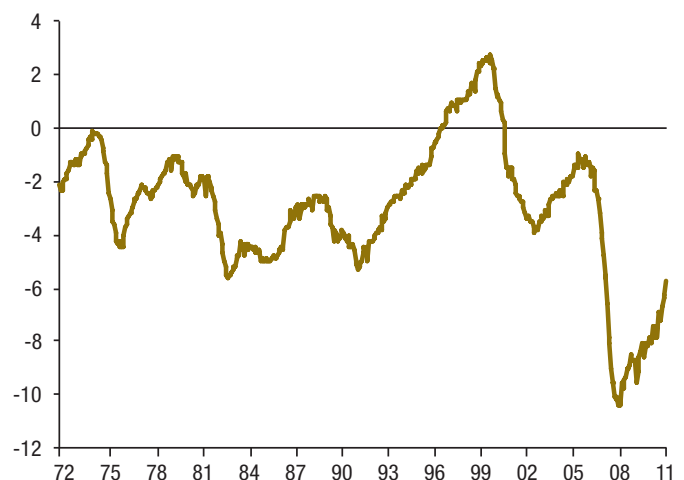
Das spektakuläre Experiment der japanischen Politiker scheint vorerst zu funktionieren. Niemand kann mit Sicherheit sagen, wie es ausgeht, aber bislang läuft alles glatt. Wir gehen davon aus, dass das Wirtschaftswachstum mindestens die nächsten 18 Monate relativ solide ausfallen wird.

Verlangsamung ist kein Stillstand.

Die Entwicklung der Schwellenländer war in letzter Zeit etwas enttäuschend. Der Ausblick weist generell auf ein anständiges aber niedrigeres Wachstum hin, als wir in der jüngeren Vergangenheit gesehen haben. Aufwertende Währungen, höhere Lohnzuwächse und Inflation, die gezielten Maßnahmen mancher Länder, den Immobilienmarkt abzukühlen, und der rückläufige Trend bei den Rohstoffpreisen sind allesamt Faktoren, die die Wachstumsaussichten dämpfen.

Die interessante Ausprägung ist, dass der Aufschwung mit deutlich weniger Ungleichgewichten Fahrt aufnimmt als vor der Krise. Dadurch wird die Grundlage für ein nachhaltigeres Wachstum gelegt.

US-Haushaltsdefizit in % des BIP 1972–2011



Quelle: Bloomberg

Chinas neue Welle

Veränderung bei der Rohstoffnachfrage

China ist einer der führenden Akteure auf den weltweiten Rohstoffmärkten. Das Land spielt nicht nur wegen der schieren Größe und des immer noch beträchtlichen Wachstums seiner Wirtschaft eine dominierende Rolle, sondern auch aufgrund seiner intensiven Nutzung bestimmter Rohstoffe. Die aktuelle Umstellung auf ein stärker konsumgetriebenes Wachstum dürfte auf die Rohstoffmärkte schwerwiegende Auswirkungen haben, denn damit verändert sich auch Chinas Rohstoffnachfrage.

Früher Metalle, heute Lebensmittel und Energie

Die strategisch motivierten politischen Entscheidungen Chinas haben große Auswirkungen auf die Rohstoffmärkte. Nach der globalen Finanzkrise 2009 starteten die Politiker des Landes ein riesiges Konjunkturprogramm, das einen beispiellosen Bauboom auslöste. Diese Strategie wirkte sich in erheblichem Maß auf die Metallnachfrage aus.

Ein wesentlicher Treiber der Märkte für Industrierohstoffe und Metalle ist der Immobilienmarkt. Dort Übertreibungen zu vermeiden, ohne die Konjunktur zu beeinträchtigen, ist das Ziel der aktuellen Politik Pekings. Sie baut auf einer strategischen Neuausrichtung auf, die mehr auf Konsum als auf Investitionen setzt und zu gemäßigeren Wachstumsquoten führen dürfte.

Es ist bereits zu erkennen, dass sich die Nachfrage verändert – weg von Metallen und hin zu Lebensmitteln und Energie. Die sich verändernden Konsumgewohnheiten und die steigenden Löhne und Gehälter sollten dafür sorgen, dass sich die Nachfrage nach Agrarrohstoffen ständig weiterentwickelt. Die traditionelle, getreideintensive Ernährung weicht Proteinen, Milchprodukten und industriell verarbeiteten Lebensmitteln.

Was die Energienachfrage betrifft, so liegt Chinas Pro-Kopf-Verbrauch bei lediglich einem Drittel des Durchschnitts in OECD-Ländern. Doch da die wachsende Mittelschicht immer mehr Autos und Elektrogeräte kauft, steigt auch der Energiebedarf – und dieser Trend dürfte anhalten.

Ziel: Autarkie bei Rohstoffen

China arbeitet daran, sein Ziel zu erreichen, bei den wichtigsten Rohstoffen nicht mehr auf Lieferungen aus dem Ausland angewiesen zu sein. Dank der großen Rolle, die der Staat bei der Rohstoffproduktion spielt, kann die Regierung hier großen Einfluss nehmen. Staatliche Produzenten abbaubarer Rohstoffe wurden zum Teil mit Verlust betrieben, nur um Rohstoffautarkie zu erreichen.

Group Economics

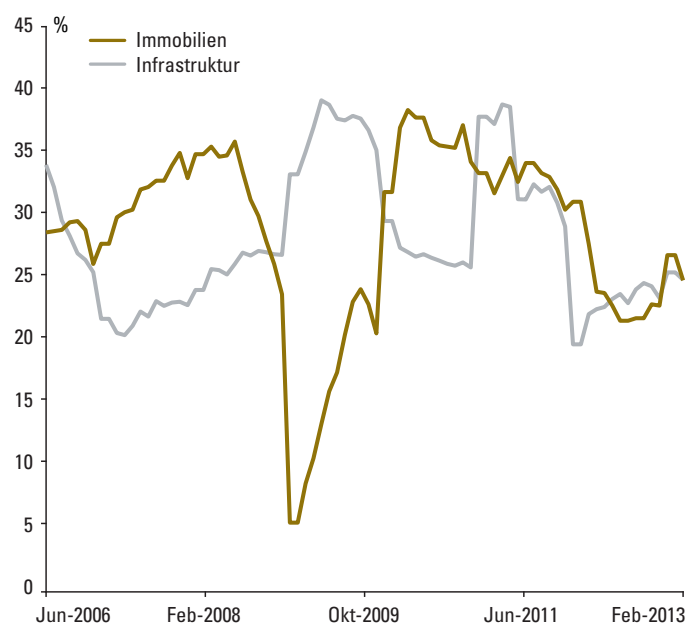
Maritza Cabezas Ludena – Senior Economist Emerging Markets

Ganz erreichen konnte Peking dieses Ziel aber noch nicht. Den Bedarf an raffiniertem Aluminium kann China vollständig im Inland decken. Bei Rohstoffen wie Kupfer, Nickel und Zink ist das Land aber immer noch auf externe Quellen angewiesen. China ist der größte Stahlhersteller der Welt, bei hochwertigen Rohstoffen für die Stahlproduktion wie Eisenerz und Koks kohle sind die Chinesen jedoch in hohem Maße auf Importe angewiesen. Um diese Lücken zu adressieren, nimmt China große Investitionen bei rohstoffreichen Nationen vor.

Bei grundlegenden Agrarrohstoffen wie Reis und Mais komme das Land mindestens bis 2020 ohne Importe aus, heißt es aus Peking. Obwohl durch die zunehmende Urbanisierung Agrarflächen verloren gehen, ist es China gelungen, die Produktivität in der Agrarwirtschaft zu steigern. Seit Ende der 70er-Jahre deckt das Land mindestens 95 % seines Getreidebedarfs im Inland. Zu den wenigen Ausnahmen zählen zum Beispiel Sojabohnen.

Das Tempo der wirtschaftlichen Veränderung in China ist entscheidend für die Entwicklung der Rohstoffmärkte.

China: Jährliches Wachstum lässt nach



Quelle: CEIC

Kein Kinderspiel

Die Herausforderung für die Fed ist das Erwartungsmanagement

Group Economics

Nick Kounis – Head of Macro Research

Sorge wegen Fed-Kurswechsel nimmt zu

Die Finanzmärkte machen sich erneut Sorgen über eine Reduzierung der geldpolitischen Stimulierung durch die US-Notenbank. Fed-Chairman Ben Bernanke hatte im Juni erklärt, dass das Volumen der Anleihekäufe noch im laufenden Jahr reduziert werden könnte, wenn sich die Erholung am Arbeitsmarkt fortsetzen und sich die wirtschaftlichen Prognosen der Zentralbank bestätigen sollten. Ab Mitte 2014 könnte es sogar zu einer Einstellung der Anleihekäufe kommen.

Auch die Bank of Japan (BoJ) schürte die Unsicherheit an den Märkten. Sie schien sich im Mai nicht ganz sicher zu sein, ob sie mit ihren Anleihekäufen die Zinsen auf Staatsanleihen senken will. Die ängstlichen Spekulationen über die künftige Geldpolitik schaden der Risikobereitschaft und führten weltweit zu einem Anstieg der Zinsen auf Staatsanleihen. Das Schreckensszenario Nummer eins ist dabei die Situation von 1994: Damals führte eine abrupte geldpolitische Verknappung durch die Fed zu massiven Verwerfungen an den Anleihemärkten.

Niedrige Inflation verschafft der Fed Zeit

Aus dem größten geldpolitischen Experiment der Geschichte heil wieder herauszukommen, ist nicht gerade ein Kinderspiel für Bernanke und seine Kollegen. Sie haben aber einige wichtige Pluspunkte auf ihrer Seite. Zum einen hatten sie viel Zeit zum nachdenken und um einen klaren Plan zu entwickeln, wie sie die Geldpolitik wieder normalisieren wollen. Zum anderen ist der Inflationsdruck gering (siehe Chart). Das heißt, die Notenbank kann sich Zeit lassen.

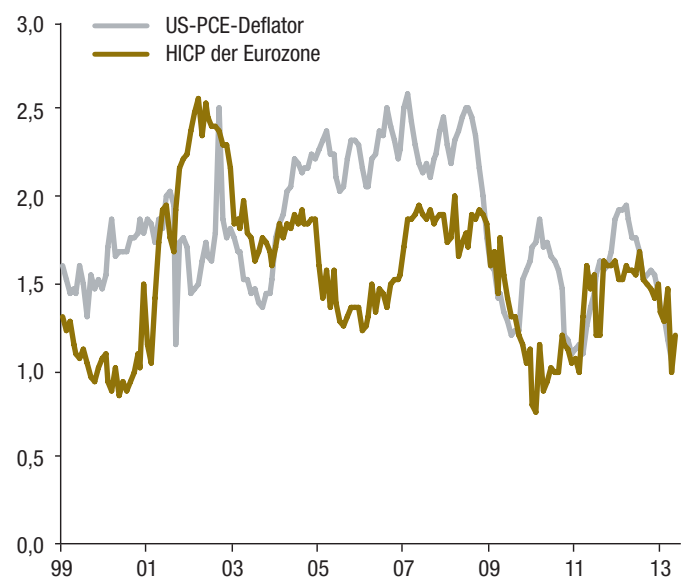
Wir rechnen damit, dass die Fed im Herbst eine Reduzierung des Kaufprogramms ankündigt. Enden dürften die Anleihekäufe Mitte 2014, wie auch von Bernanke erwähnt wurde. Mit einem Anstieg der Leitzinsen rechnen wir aber erst Anfang 2015. Bis dahin sollte die Zentralbank die Liquidität im Finanzsystem über eine Reihe von Werkzeugen steuern. Die größte Herausforderung wird aber sein, die Markterwartungen unter Kontrolle zu halten. Deshalb dürfte die Fed ihre Pläne für die Zukunft immer transparenter machen. Die günstigen Inflationsaussichten und eine starke Kommunikation werden vermutlich dafür sorgen, dass Wirtschaft und Märkte vorsichtig und langsam an die Rückführung der expansiven Geldpolitik herangeführt werden.

Die Revolution im Griff behalten

Japans Notenbankchef Haruhiko Kuroda ist bei der Kommunikation zur revolutionären Geldpolitik seines Instituts ebenfalls auf dem richtigen Weg. Er hat klargestellt, dass der Anstieg der Anleihezinsen auf bessere Aussichten für Wirtschaft und Kurse zurückzuführen ist, was schließlich das Ziel der BoJ-Politik ist. Gleichzeitig wurde das Kaufprogramm der Notenbank nachgebessert, um die Volatilität an den Märkten zu begrenzen. Wir glauben, die BoJ wird im Kampf gegen die Deflation die aggressiv expansive Geldpolitik so lange fortsetzen wie nötig.

Auch die EZB will angesichts des vermutlich schwachen Aufschwungs und der niedrigen Inflation auf absehbare Zeit an ihrer konjunkturfrendlichen Politik festhalten. Weitere Zinssenkungen sind unwahrscheinlich. Außerdem dürfte die Notenbank weitere Maßnahmen nutzen, um die Liquiditätsversorgung der Banken und damit die Kreditvergabe zu verbessern. Intensive Kommunikation soll den Märkten versichern, dass die Zinsen auf längere Zeit niedrig bleiben werden.

Niedriger Inflationsdruck (in %) 1999–2013



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Aktien: Marktausblick

Festere Märkte zu erwarten

Research & Strategy

Sybre Brouwer – Global Head of Equity Research and
Head of Research Netherlands

Marktkorrekturen, wie wir sie im Mai und Juni erlebt haben, bedeuten keineswegs das Ende des Aktien-Bullenmarkts. Sie sollten das Anlegerinteresse aber auf die Fundamentaldaten der Unternehmen lenken. Viele Investoren fürchten, das Ende der geldpolitischen Lockerung werde sich negativ auf die Aktienkurse auswirken. Diese Angst hat auch bei der jüngsten Korrektur eine Rolle gespielt. Wir sehen das anders. Wir gewichten Aktien weiter über, auch nach unseren Gewinnmitnahmen Anfang Juni.

Die Änderung der Geldpolitik basiert zunächst einmal auf einer nachweislichen konjunkturellen Verbesserung in den USA, die sich positiv auf die Unternehmensgewinne auswirken sollte (siehe Chart). Mittel- bis langfristig dürften die Gewinnaussichten der Unternehmen solide sein. Zudem sollten die Margen im Aufschwung auch von niedrigen Einsatzkosten und Umsatzsteigerungen profitieren. Bei niedriger Inflation ist ein leichter Anstieg der Zinsen für die Gewinne nicht unbedingt schlecht. Außerdem sind die Bewertungen von Aktien trotz der kurzfristigen Volatilität vernünftig und im Vergleich zu anderen Anlageklassen attraktiv bewertet.

Regionale Wachstumschancen

Auf regionaler Ebene fokussiert sich unsere Übergewichtung von Schwellenmärkten auf Asien. Die dortigen Märkte sind attraktiv bewertet, sollten sie doch stark vom Aufschwung in den USA und in Japan profitieren.

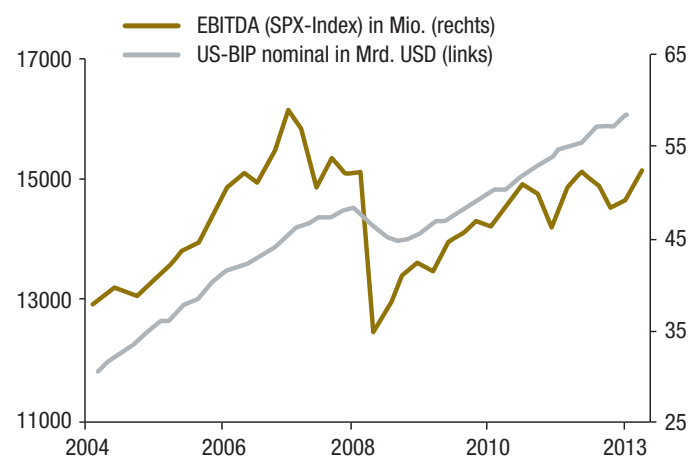
In den USA (neutral) favorisieren wir inlandsorientierte Unternehmen. Wenn die Auswirkungen der staatlichen Ausgabenkürzungen nachlassen, müsste die Binnennachfrage anziehen.

Europa ist wegen der schwachen Konjunktorentwicklung untergewichtet. Dass die EU von einem Spar- zu einem

Wachstumskurs übergeht und wieder wettbewerbsfähiger werden will, dürfte den Abstand der Peripherieländer zu Deutschland verringern. Deshalb bietet es sich an, in teuren deutschen Segmenten Gewinne mitzunehmen, zum Beispiel im nicht-zyklischen Konsumbereich, und den europäischen Aktienanteil breiter zu streuen.

Japan (neutral) profitiert offenbar stärker und schneller als erwartet von den geld- und fiskalpolitischen Anreizen. Hier konzentrieren wir uns auf Sektoren und Aktien mit niedriger Bewertung und hoher Profitabilität. Dazu gehören die Autobauer, die Modelle der nächsten Generation auf den Markt bringen und von der Nachfrage aus wichtigen Exportmärkten profitieren.

US-BIP und S&P-Unternehmensgewinne (EBITDA)



Quelle: Bloomberg

Anlageklasse	Fundamentale Beurteilung	Unsere Einschätzung
Aktien Übergewichten	Aufschwung in den USA und in Japan stützt weltweit Wachstum und Gewinne.	Die Korrektur eröffnet Chancen bei großen globalen Industriekonzerne, ausgewählten IT-Anbietern, inlandsorientierten US-Unternehmen und breiten europäischen Marktindizes.
	Neuerliche Steigerung der Gewinne in Asien, vor allem in China und anderen Schwellenmärkten.	Direktes oder indirektes Schwellenmarktengagement
	Onlineshopping verändert traditionelle Handelsmodelle.	Fokus auf Trendsetter, starke Marken und Großhändler.

Aktien: Sektorausblick

Startschuss für die Sektorrotation

Research & Strategy

Sybre Brouwer – Global Head of Equity Research
und Head of Research Niederlande

Einige defensive, renditeträchtige Marktbereiche haben nach einer hervorragenden Entwicklung ihr Bewertungspotenzial allmählich ausgereizt. Daher wurde der nicht zyklische Konsum auf eine Untergewichtung zurückgenommen, mit einer Untergewichtung in den Segmenten Lebensmittel, Getränke und Tabak, sowie mit einer Reduzierung des Engagements bei Haushalt und Körperpflege. Zusätzlich wurde die Position bei Gebrauchsgütern im Bereich des zyklischen Konsums und Software & Dienste im IT-Sektor verringert.

Ein gewisser Anteil wurde in stärker zyklische und relativ attraktiv bewertete Marktsegmente verlagert, indem IT auf

eine Übergewichtung ausgeweitet wurde, mit Fokus auf Technologie sowie Hardware & Ausrüstung. Wir erwarten, dass der IT-Sektor im zweiten Halbjahr von einer allmählichen Erholung des weltweiten Wachstums und von aufgestauter Nachfrage profitiert. Beim zyklischen Konsum wurden Automobile & Komponenten aufgestockt. Industrie bleibt nach wie vor übergewichtet, denn dieser Sektor profitiert am stärksten von einem Produktivitätszuwachs in der Fertigungsbranche. Sowohl IT als auch Industrie passen zum aktuellen Aktienschwerpunkt „Der neue Einzelhandel“.

Übergewichtet - Neutral - Untergewichtet

Sektor	Subsektor	Kommentare
Energie	Öldienstleistungen	Hohe Investitionen in Forschung/Produktion sind gut für führende Dienstleister.
	Integrierte Ölunternehmen	Vertikale Integration hilft, US-Sektor besser aufgestellt.
	Forschung & Produktion	Teuer und kapitalintensiv mit sinkenden Endpreisen, bessere Reserveaussichten für US-Unternehmen.
	Raffinerien	Niedrigere Energiepreise erhöhen die Raffineriemargen, aber Nachfrageausblick schwach in Europa.
Materialien	Chemieunternehmen	Nachfrageerholung: Asien aufgrund des Lagerzyklus, USA aufgrund niedriger Gaspreise.
	Metalle & Bergbau	Überkapazität und niedrigere Nachfrage; spiegelt sich auch in preisabhängigen Rohstoffen.
	Baustoffe	Positiv in den USA, neutral in Schwellenmärkten, negativ in Europa (GB, Deutschland besser).
	Papier & Forstprodukte	Fokus auf weiterer Konsolidierung und Integration/Synergien.
Industrie	Gewerbliche Dienste und Betriebsstoffe	Keine echte Verbesserung der Personalplanung für das zweite Halbjahr 2013 zu erwarten.
	Investitionsgüter	Treiber sind Infrastruktur und Effizienzsteigerungen; Europa und Bergbau bleiben schwach.
Zyklischer Konsum	Transportwesen	Mehr Fahrgäste, drastische Kürzungen und Restrukturierungen, bauende preisbewusste Unternehmen bevorzugen.
	Gebrauchsgüter ▼	Langfristige Aussichten für Luxusgüter positiv, aber Bewertungen allmählich überzogen.
	Verbraucherdienstleistungen	Europäischer Hotelsektor profitiert von zunehmender Reisenachfrage in Schwellenländern.
	Einzelhandel	Bedrohung durch Onlinehandel; Amazon und eBay führen den Sektor an.
Nicht zyklischer Konsum ▼	Automobile & Komponenten ▲	Bodenbildung im europäischen Automarkt, Wachstumspotenzial in USA und Schwellenmärkten.
	Medien	Keine wesentliche Verbesserung des Werbemarkts; Onlinegeschäftsmodelle immer noch in der Entwicklung.
	Haush. artikel & Körperpflegeprodukte ▼	Begrenztes Potenzial; Restrukturierungsstories dominieren, aber teuer.
	Lebensmittel- und Arzneihandel	Bewertung scheint attraktiv, aber zyklische und strukturelle Probleme.
Gesundheit	Lebensmittel, Getränke & Tabak	Volatile Einsatzkosten; hohe Bewertung.
	Ausrüstung und Dienstleistungen	Dialyседienste und -geräte interessant, außerdem Laborausstattung und Prüfung.
	Pharmaz., Biotechn. & Biowissenschaften	Erfolgreiche Einführung von Biotech-Produkten; hohe freie Cashflows, Aktienrückkäufe.
Finanzdienstleistungen	Diversifizierte Finanzdienste	USA entwickeln sich gut, in Europa bleiben wir bei den Qualitätsadressen.
	Versicherungsunternehmen	Schaden- & Unfallversicherungen höhere Prämieinnahmen, Rückversicherung attraktiv, Lebensversicherungen unattraktiv.
	Banken	USA entwickeln sich gut, in Europa bleiben wir bei den Qualitätsadressen.
	Immobilien ▼	Qualitätsobjekte in bester Lage immer wichtiger.
IT ▲	Hardware & Ausrüstung ▲	IT-Investitionen profitieren von einem sich verbessernden wirtschaftlichen Umfeld, zunächst in den USA.
	Software & Dienste ▼	Trend zu Cloud-Software verändert den Sektor und zwingt zu Übernahmen.
	Halbleiter & Halbleiterausstattung	Weiterhin vorsichtig nach starker Performance des Sektors.
Telekommunikation Versorger	Telekommunikationsdienste	Gewinnaussichten nach wie vor düster. Gründe: fehlendes Wachstum, weiter hoher Investitionsbedarf.
	Erneuerbare Energien	Unsichere Entwicklung der staatlichen Förderung belastet die Wachstumsaussichten.
	Regulierte/Multi-Versorger	Enorme Preissenkungen bei US-Stromkonzernen; auch in Europa keine Preismacht.

Aktienschwerpunkt: Aktualisierung Megatrends

Der aktuelle Aktienschwerpunkt „Der neue Einzelhandel“ konzentriert sich auf die Konsumausgaben. Sie sind in den westlichen Ländern und zunehmend auch in Schwellenmärkten einer der größten Wachstumstreiber. Die Art und Weise, wie Verbraucher ihr Geld ausgeben, ändert sich rasant, und der Marktanteil des Onlineshoppings steigt. Aber auch andere Trends bestimmen die Märkte; zum

Beispiel die Schiefergasrevolution, die zu sinkenden Energiepreisen führt. Dividendenstarke Aktien stehen inzwischen weniger im Vordergrund, denn sie bekommen Konkurrenz durch die Aussicht auf steigende Zinsen. Im Bereich „biologische Lösungen“ bleibt das Pharma-Segment stark, aber der Agrarbereich lässt nach – jetzt, da der Biokraftstofftrend in den USA auf Probleme stößt.

Thema	Aufnahme	Anlageidee	Hauptvertreter	Akt. Empfehlung
Grüne Infrastruktur	3Q09	„Grüne Infrastruktur“ profitiert von langfristigen Aspekten (Umweltfreundlichkeit und Energieeinsparungen) und kurzfristigen Einflüssen (Förderanreize).	Ecolab, Syngenta, Arcadis, Veolia, Fluor	Kaufen
Groß ist schön	4Q09	Fokus auf große Unternehmen, die in Schwellenmärkten expandieren und so zu echten Global Playern werden können.	Samsung Electr., HSBC, Roche, Oracle, Coca-Cola, LVMH, Caterpillar, Walmart	Halten
Gut versorgt	2Q10	Die wachsenden und neuen Bedürfnisse der Verbraucher in den Schwellenländern, die sich die Maslow'sche Bedürfnispyramide emporarbeiten.	Samsung Electr., Adidas, Genting B., Mead Johnson, Heineken, Prudential	Halten
Europäische Perlen	3Q10	Weltweit wächst eine neue Mittelschicht heran und fragt die Kompetenz und Marken großer Europäischer Konzerne nach, auch dank des starken USD.	BASF, Daimler, Fresenius, L'Oréal, Sanofi, Siemens	Kaufen
Qualität im Fokus	4Q10	Während die Produktion in den Schwellenländern die Wertschöpfungskette emporsteigt und der weltweite Handel weiter wächst, nimmt der Bedarf an globalen Qualitätsnormen sowie an der Umwelt- und Sicherheitsregulierung zu.	Mead Johnson, Bureau Thermo Fisher, Symrise, Vopak, Fresenius, Keppel Corp.	Kaufen
Konsumerholung	1Q11	Angeführt von den Konsumausgaben nimmt die Konjunkturerholung (in den USA und Asien) Fahrt auf.	Adidas, Apple, Daimler, FedEx, Randstad, Simon Property, Swatch, Wereldhave	Unbedingt kaufen
Fusionen & Übernahmen	2Q11	Unternehmen haben hohe Barmittelreserven. Um eine vertikale Integration aufzubauen oder knappe Ressourcen zu sichern, entscheiden sie sich für Übernahmen.	Mead Johnson, Mosaic, GEA Symrise, Starbucks, Actelion, Macarthur Coal, Qiagen	Halten
Preismacht	3Q11	In Zeiten der Sparsamkeit erweist sich die Preismacht als wichtige Voraussetzung, damit Unternehmen ihre Margen halten und langfristiges Gewinnwachstum sichern können.	Apple, Philip Morris, Allergan, Lanxess, Coca-Cola, Nestle, Reckitt Benckiser, Starbucks	Kaufen
Dividenden mit Qualität	4Q11	Bei niedrigen Zinsen konzentrieren sich die Anleger auf Aktien mit hohen Dividenden, um eine stabile Rendite zu erwirtschaften.	BASF, Philip Morris Intl., Royal Dutch, Roche, AT&T, Nestle, Bristol Myers, Sing-Tel, Vodafone	Halten
Gesundheitspflege	1Q12	Schwerpunkt auf den Gesundheits- und Wellnesstrends. In einem stressintensiven Umfeld wird das Thema Erholung großgeschrieben.	Allergan, WeightWatchers, Starbucks, L'Oréal, DaVita	Kaufen
Aufs Gas treten	2Q12	Die Schiefergasrevolution in den USA wird einige Unternehmen tiefgreifend verändern.	Dow Chemical, BASF, LyondellBasell, Intl. Paper, Kinder Morgan	Unbedingt kaufen
Biologische Lösungen	4Q12	Neue Lösungen in der Biotechnologie tragen zu Entdeckung und Entwicklung von Alternativen für fossile Rohstoffe und Arzneimittel bei	Ecolab, Actelion, Agrium, Amgen, BASF, Biogen, Celgene, Gilead, Mosaic, Roche, Sanofi, Syngenta	Kaufen
Meister der Fertigung	1Q13	Investitionen in automatisierte Produktionssysteme erforderlich: Produktivitätsdefizite müssen behoben werden, um auf dem Weltmarkt wettbewerbsfähig bleiben zu können.	ABB, Siemens, BASF, GE, BMW, EMC, Hyundai, Michelin, Qualcomm, Samsung, Schneider	Kaufen
Automatisierung – Erhöhung der Produktivität	2Q13	Fokus auf Systemen und Software, die dafür sorgen, dass Automatisierungsprozesse funktionieren, darunter fällt auch die 3D-Druck-Revolution.	ABB, Apple, ASML, Cisco, Emerson Electric, Fanuc, Gildemeister, Kuka, Oracle, Qualcomm	Kaufen

Aktienschwerpunkt: Der neue Einzelhandel

Die anhaltende Beliebtheit von Smartphones und Tablet-Computern hat die Einkaufsgewohnheiten weltweit verändert. Die Auswirkungen dieser Entwicklung – sowohl die negativen als auch die positiven – machen sich bei einer Vielzahl von Branchen und Unternehmen bemerkbar. Die Verbraucher freuen sich darüber, dass sie nicht mehr an Ladenöffnungszeiten gebunden sind, und die Produktvielfalt ist nicht mehr durch die begrenzte Regal- und Lagerfläche herkömmlicher Ladengeschäfte begrenzt. Preisvergleiche sind im Internet deutlich einfacher. Das erhöht den Konkurrenzdruck und senkt die Preise. Die Einzelhändler können ihre Kosten erheblich reduzieren, weil Kosten wie Lagerkosten und Mieten sinken. Jetzt ist es unter Umständen nicht mehr notwendig, an so vielen, zum Teil wenig profitablen Standorten Einzelhandelsflächen anzumieten. Außerdem bedeuten weniger Läden auch weniger Personalkosten. Auf der anderen Seite können die Investitionen in IT und Lagerhäuser mit hochautomatisierten Logistiksystemen beträchtlich sein. Vor diesem Hintergrund können die niedrigeren Margen im Onlinehandel nur zu einem tragfähigen Geschäft führen, wenn die nötige Größe erreicht wird. Der US-Konzern Amazon ist ein Paradebeispiel für einen erfolgreichen Onlinehändler. Branchenexperten bezeichnen das Unternehmen aufgrund der breiten

Produktpalette bereits als „das neue Walmart“. Ein weiterer erfolgreicher Onlinehändler, den wir empfehlen, ist Ebay.

Weitreichende Auswirkungen des Onlinehandels

Die Auswirkungen beschränken sich aber nicht nur auf Einzelhändler und Verbraucher. Fertigungsunternehmen können dank des Onlinehandels eine neue und zunehmend internationale Reihe von Plattformen für Werbung und Verkauf nutzen. Schnelle Suchmaschinen wie Google im Westen oder Baidu in China stellen für alle möglichen Einzelhändler geeignete Produkt- und Werbeplattformen dar. Der Preisdruck nimmt zwar zu, aber auch der Absatz kann schnell wachsen, selbst im Ausland. Herkömmliche Logistikdienstleister wie FedEx profitieren ebenfalls von der hohen und steigenden Nachfrage nach Onlineshopping – sowohl in den USA, wo FedEx Marktführer ist, als auch auf dem internationalen Markt. Physische Einkaufszentren bleiben auch in Zukunft eine Möglichkeit für die Kunden, die Qualität der Produkte eigenhändig zu prüfen und bieten ein „Unterhaltungserlebnis“. Daher bleiben Investitionen in solche Immobilien bzw. deren Eigentümer oder Betreiber weiter interessant. Sehr gute Beispiele sind die Simon Property Group (die eine große Beteiligung an Klepierre hält) und Unibail Rodamco.



Anleiheausblick

5 vor 12 für den Bullenmarkt

Research & Strategy

Stephen Evans – Global Head of Bonds

„Eine Reihe von Teilnehmern brachte die Bereitschaft zum Ausdruck, schon bei der Juni-Sitzung die Käufe zu drosseln ...“ Dieser Auszug aus dem Protokoll einer FOMC-Sitzung, der am 22. Mai veröffentlicht wurde, reichte aus, um den Märkten klarzumachen, dass das Ende der quantitativen Lockerung der Fed in Sicht ist.

Zusammen mit der Aussage von Fed-Chef Ben Bernanke, dass die quantitative Lockerung reduziert werden könnte, sofern positive US-Wirtschaftsdaten dies rechtfertigen, führt dies zu der Annahme, dass die Anleihekäufe der US-Notenbank noch vor Jahresende gedrosselt werden dürften.

Ende der Kaufprogramme sollte zu steigenden Anleihezinsen führen

Wenn die Notenbankliquidität wegfällt, sinkt auch die Unterstützung für die künstlich hoch gehaltenen Anleihekurse der vergangenen 18 Monate, was zu steigenden Zinsen führen dürfte. Die Zinsen auf US-Treasuries sind bereits gestiegen. Dieser Trend dürfte bis 2014 anhalten.

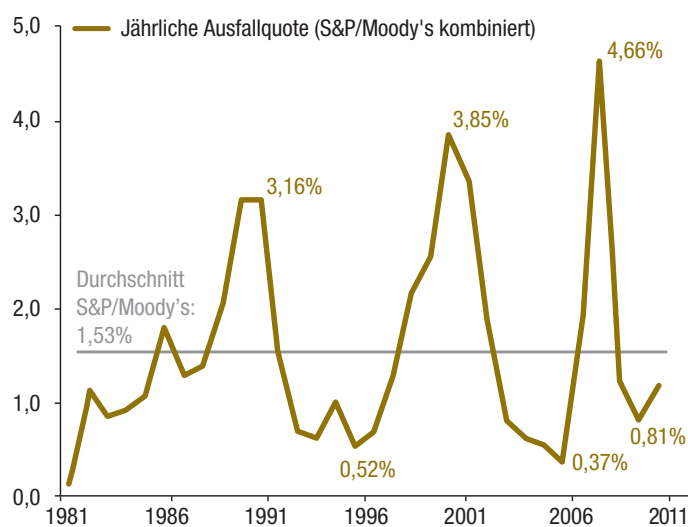
Japans Ministerpräsident Abe hat mit seiner Förderung einer höheren Inflationsrate auch erreicht, dass die Zinsen auf japanische Staatsanleihen endlich wieder steigen – nach einem Jahrzehnt in der Nähe der Null-Marke. Das ist deshalb entscheidend, weil es weltweit den Trend zu höheren Anleihezinsen verstärken könnte. Auch bei den Bundesanleihen erwarten wir im zweiten Halbjahr 2013 und 2014 steigende Zinsen, wenngleich die Entwicklung hier deutlich langsamer verlaufen dürfte als bei den US-Treasuries. Angesichts der verbesserten wirtschaftlichen Aussichten in den Industrieländern, vor allem in den USA, sind die Bedingungen derzeit günstig, um Kreditrisiken einzugehen. Die Investoren müssen aber wissen, dass das größte Risiko an den Anleihemärkten von technischer Seite zu erwarten ist

(d.h. steigende Benchmark-Zinsen) und nicht etwa von einem Anstieg der Ausfallrisiken (siehe Chart).

Hüten Sie sich vor komplexen Strukturen

Wir können nur davor warnen, auf der Suche nach Rendite in komplex strukturierte Anleiheprodukte zu investieren, auch wenn Sie die Emittenten kennen. Ein gutes Beispiel sind die CoCo-Bonds (Contingent Convertible Bonds), die bekannte Großbanken aus Industrieländern vor kurzem begeben haben. Unserer Ansicht nach bezahlen Sie die höhere Rendite aufgrund der Komplexität der Produkte mit einem höheren Kredit- und Marktrisiko.

Historische Ausfallquoten (in %) 1981-2012



Quelle: S&P, Moody's

Anlageklasse	Fundamentale Beurteilung	Triebfedern	Unsere Einschätzung
Staatsanleihen: Untergewichten	Staatsanleihen aus Kernländern mit historisch niedrigen Zinsen bieten den Investoren schwache Renditen und wenig Potenzial. Die Anleihezinsen könnten in Erwartung eines geldpolitischen Kurswechsels steigen, angefangen bei den US-Treasuries.	Staatsanleihen der Kernländer weisen negative Realverzinsung auf. Investoren, die Kursverluste durch steigende Renditen befürchten, werden Positionen auflösen.	Chancen bei Staatsanleihen der europäischen Peripherieländer erwägen, um Rendite zu steigern. Duration in bestehenden Anleiheportfolios durch Ausstieg aus länger laufenden Titeln verkürzen.
Unternehmensanleihen: Übergewichten	Unternehmensbilanzen sind momentan stark: wenig Schulden, viel Liquidität. Die allmähliche Rückkehr zu Wirtschaftswachstum in den Kernmärkten wird die Bonitätsdaten stärken. Höheres Wachstum in Schwellenmärkten spricht dafür, in diesen Ländern Unternehmensrisiken einzugehen.	Zahlungsausfälle der Unternehmen fallen auf einen zyklischen Tiefstwert, und das senkt wiederum die Risikoaufschläge. Rating-Upgrades in Schwellenmärkten stützen Outperformance von Schwellenmarktanleihen.	Duration verkürzen durch Verkauf lang laufender Investmentgrade-Anleihen. Globale Hochzinsanleihen und ausgewählte Schwellenmarktanleihen kaufen.

Anleiheportfoliostruktur

Risiken im Griff behalten

Research & Strategy

Roel Barnhoorn – Head of Bond Theme Research
Carman Wong – Head of Emerging Markets Bond Research

Die Anleihemärkte werden von zwei entgegengesetzten Kräften bestimmt. Einerseits zieht die Konjunktur weltweit an, besonders in den USA. Das heißt, die wirtschaftlichen Bedingungen für Kreditrisiken bleiben gut. Andererseits wirken sich restriktive Kommentare oder Aktionen von Zentralbanken, die ihre überaus lockere Geldpolitik wieder zügeln möchten, sofort negativ auf die Anleiherenditen aus.

US-Treasuries haben auf dem Weg zu einer Normalisierung der Renditen den Anfang gemacht. Und der jüngste Anstieg der Zinsen auf japanische Staatsanleihen hat die Unsicherheit in Sachen Anleihezinsen weltweit verstärkt. An diesem Umfeld dürfte sich im dritten Quartal und darüber hinaus nichts ändern.

Höhere Renditen treiben Investmentgrade-Anleihen

Die Kurse von Investmentgrade-Anleihen werden auf das Risiko steigender Zinsen auf Staatsanleihen aus Kernländern reagieren. Dafür bieten die Risikoaufschläge bei Investmentgrade-Anleihen wenig Ausgleich. Es empfiehlt sich deshalb, bei Unternehmensanleihen mit hohem Rating Gewinne mitzunehmen und die Quote dieser Anlageklasse zu reduzieren. Bei ausstehenden Anleihen mit erheblichen Aufschlägen gegenüber dem Nennwert und weniger als einem Jahr Restlaufzeit bietet es sich an, Gewinne mitzunehmen.

Anleihen mit Laufzeiten über fünf Jahren sollten gemieden werden. Höhere Zinsen der Benchmarkanleihen treffen diese Titel am stärksten. Daher reagieren sie auch am empfindlichsten auf restriktive Äußerungen von Notenbankern.

Staatsanleihen aus Kern- und Schwellenländern sind teuer

Staatsanleihen aus Kernländern wie den USA, Großbritannien, Deutschland, Niederlande oder Japan sind teuer. Das gilt aber auch für Investmentgrade-Staatsanleihen aus Schwellenländern. Einige davon werden mit einem geringen Risikoaufschlag gegenüber den Papieren aus Kernländern gehandelt. Staatsanleihen aus Peripherieländern der Eurozone werden zwar mit etwas höheren Risikoaufschlägen gehandelt, hängen aber davon ab, dass die inländischen Strukturreformen Erfolg haben und die politische Stabilität erhalten bleibt.

Chancen bei Unternehmensanleihen

Nachdem Industrie- und Schwellenländer daran arbeiten, wieder für Wachstum zu sorgen, ist das Risiko von Unternehmenspleiten im Vergleich zu vorangegangenen Zyklen relativ gering. Wir konzentrieren uns deshalb weiter auf Anleihen, die einen vernünftigen Ausgleich für das Kreditrisiko bieten und bei denen das Ausfallrisiko sehr niedrig ist.

So werden ausgewählte Unternehmensanleihen mit BBB-Rating, globale High-Yield-Bonds und Unternehmensanleihen aus Schwellenländern positiv eingeschätzt. Ein gut zusammengestelltes Portfolio solcher Anleihen kann einen Puffer für Zinsrisiken bieten.

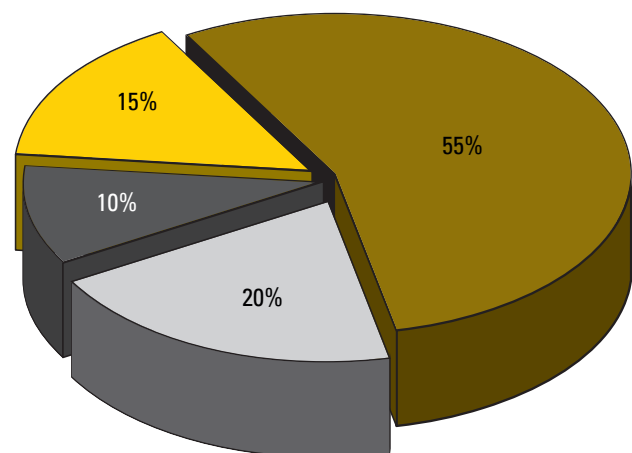
In Europa bevorzugen wir die Sektoren Infrastruktur und Versorger sowie einzelne große Finanzinstitute. In den Schwellenländern konzentrieren wir uns auf große Unternehmen aus Asien und vor allem auf größere Finanzinstitute und halbstaatliche Unternehmen.

Bond-Risiko

Bei Anleihen mit mittleren (fünf bis sieben Jahre) und langen (mehr als zehn Jahre) Laufzeiten könnte es zu Kursschwankungen kommen. Eine relativ kurze Duration von vier Jahren dürfte davor schützen. Bis sich neue Chancen auftun, sind Anleihen mit mittleren Laufzeiten das bevorzugte Segment. Einzelne vorrangige Schuldscheindarlehen bieten dabei mehr Schutz als nachrangige.

Durationsempfehlung für das Portfolio: 4,25 Jahre

Investmentgrade-Anleihen und Staatsanleihen aus Schwellenländern reduzieren, Anleihen aus EU-Peripheriestaaten und Liquiditätsquote aufstocken



- Anleihen von Staaten und supranationalen Organisationen mit Investmentgrade-Rating
- Anleihen von Unternehmen mit Investmentgrade-Rating
- Schwellenmarkt-Schuldtitel (Fonds)
- Globale Hochzinsanleihen (Fonds)

Quelle: ABN AMRO Private Banking

Devisenblick

Wachstumswährungen liegen vorn

Der US-Dollar als Wachstumswährung

Wir glauben, dass der US-Dollar 2013 und 2014 zu den führenden G4-Währungen zählen wird. Die Gründe dafür sind die verbesserten Wachstumsaussichten der USA, attraktive Renditen auf US-Vermögenswerte und die zunehmende Erwartung, dass die Fed 2014 ihre expansive Geldpolitik beendet.

Früher ist der Dollar gefallen, wenn Gelder aus sicheren Häfen wieder abgezogen wurden. Jetzt legt er sogar zu, getragen von der Einschätzung, dass US-Vermögenswerte höhere Renditen erwirtschaften. Dies zeigt sich darin, dass US-Dollar und der Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX) inzwischen negativ korreliert sind, während sich zwischen US-Währung und US-Aktienmärkten eine deutlich positive Korrelation einstellt. Dies stützt unsere Einschätzung, dass die relative Stärke der US-Wirtschaft den Dollar in den kommenden Quartalen gegenüber Währungen anderer Industrieländer stärken sollte. Die Erwartung von Leitzinserhöhungen der Fed 2015 dürfte den US-Dollar bereits 2014 auf breiter Front aufwerten lassen. Eine Verbesserung des US-Haushaltsdefizits und der Leistungsbilanz sind ebenfalls erhebliche Stützen für die Währung.

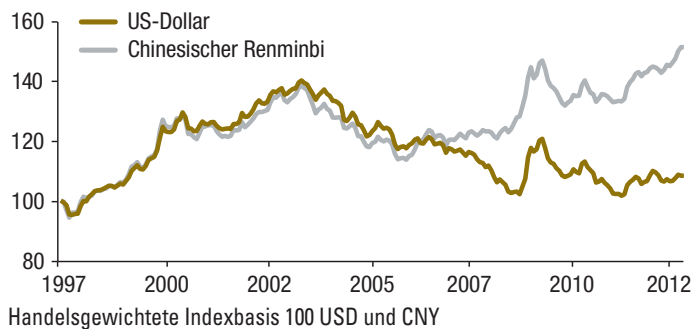
Favorit in Asien: Chinesischer Renminbi

Der Wechselkurs des chinesischen Renminbi wird weitgehend von den örtlichen Behörden bestimmt. Sie legen einen Kurs fest, und die Währung darf maximal 1 % um diesen Kurs schwanken. Die jüngsten Pläne der Regierung, einen Fahrplan für die Internationalisierung der Währung vorzulegen, haben für Optimismus gesorgt. Unserer Einschätzung nach ist es wahrscheinlich, dass die zulässige Schwankungsbreite des Renminbi im kommenden Jahr von

1 auf 2 % ausgeweitet wird, denn die Regierung will nach und nach zulassen, dass die Währung stärker vom Markt bestimmt wird.

Die heftigen Kapitalströme, die aufgrund der weltweit im Übermaß vorhandenen Liquidität zustande kommen, sind für die chinesischen Behörden aber nach wie vor ein dringliches Problem. Außerdem wurden Vorschriften erlassen, um die offenen Devisenpositionen der Banken zu regulieren und gegen Schattenbanken vorzugehen. Wir glauben kaum, dass Peking den Renminbi weiter liberalisiert, bevor diese Probleme gelöst sind. Für die kommenden zwei Jahre beurteilen wir die Währung positiv. Die Hauptgründe dafür sind die attraktive Bewertung, Chinas aktueller Leistungsbilanzüberschuss, die im weltweiten Vergleich starke Wirtschaftsentwicklung und die attraktive Rendite. Wir rechnen damit, dass der Renminbi gegenüber dem US-Dollar 2013 auf 6,05 aufwertet und 2014 die Marke von 5,80 erreicht.

Effektiver Wechselkurs US-Dollar und Renminbi



Quelle: BIS, Bloomberg, ABN AMRO Group Economics

Anlageklasse	Fundamentale Beurteilung	Unsere Einschätzung
Währung	Positive Einschätzung des US-Dollars auf Basis der aufstrebenden Konjunktur, der Vermögenspreise und des Fed-Kurswechsels weg von der expansiven Geldpolitik.	USD kaufen bei über EUR/USD 1,30
	USD und CNY als Wachstumswährungen (positiv).	G4-Favorit: USD
	EUR als zinsabhängige Währung (neutral).	Favoriten in Europa: SEK, PLN
	JPY und CHF als rückläufige sichere Häfen (negativ).	Favorit in Asien: CNY
	Verhalten positive Einschätzung asiatischer Devisen.	

Prognosen

Ein Schritt nach dem anderen

Research & Strategy
und Group Economics

Unser zentrales Szenario basiert auf der Überzeugung, dass der globale zyklische Aufschwung in einem Umfeld niedriger Inflation bis 2014 Fahrt aufnimmt, angeführt von den USA und den positiven Beiträgen aus Japan und schnell wachsenden Ländern. Die Eurozone wird hinterherhinken, aber in den Peripherieländern ist eine Bodenbildung zu erwarten. Nachdem die Prognosen nun einige Zeit lang

immer wieder nach unten korrigiert wurden, könnten staatliche und private Organisationen in den kommenden Monaten ihre Prognosen immer wieder anheben. Diese Korrekturen, vor allem wenn sie von der Fed kommen, könnten die Verbote einer weniger expansiven Geldpolitik sein.

Wirtschaftsprognosen (%)

5. Juni 2013	Reales BIP-Wachstum 2014		Inflation 2014	
	ABN AMRO	Konsensus	ABN AMRO	Konsensus
US	3,2	2,7	1,8	2,0
Eurozone	1,3	0,9	1,1	1,6
UK	1,8	1,6	2,0	2,5
Japan	2,1	1,5	1,6	1,9
Andere Länder*	2,8	2,6	2,1	1,8
EM Asien	6,7	6,8	4,7	4,4
Lateinamerika	4,2	3,8	7,8	6,5
EEMEA**	3,1	3,6	4,8	5,6
Welt	4,0	3,8	3,7	3,5

Sämtliche Prognosen entsprechen dem jährlichen Durchschnittswert der Quartalsveränderungen zum Vorjahr.

* Australien, Kanada, Dänemark, Neuseeland, Norwegen, Schweden und Schweiz;

** Europäische Schwellenmärkte, Naher Osten und Afrika

Quelle : ABN AMRO Economics Dept., Consensus Economics, EIU

Aktienprognosen

	Stand 5. Juni 2013	Aktive Strategie	Forward KGV 2014
MSCI ACWI	366,9		12,3
S&P 500	1640,4		13,4
Euro Stoxx 50	2756,7		10,6
FTSE-100	6559,4		11,1
Nikkei 225	13533,8		17,0
DAX	8308,4		10,8
CAC 40	3928,3		10,9
AEX	361,1		11,0
Hang Seng Index	22285,5		9,7
Shanghai SE Comp.	2272,4		8,7
Straits Times Index	366,9		12,3

= Untergewichten = Übergewichten = Neutral

Zinsen- und Anleihenprognosen (%)

	5. Juni	Sep 2013	Dez 2013	Mär 2014	Jun 2014
USA					
US Fed	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 Monate	0,27	0,3	0,3	0,3	0,5
2 Jahre	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6
10 Jahre	2,14	2,1	2,5	3,0	3,25
Deutschland					
EZB Refi	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
3 Monate	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4
2 Jahre	0,1	0,2	0,4	0,6	0,7
10 Jahre	1,54	1,5	1,8	2,1	2,6

Währungsprognosen

Devisenpaar	5. Juni	Sep 2013	Dez 2013	Mär 2014	Jun 2014
EUR/USD	1,3072	1,25	1,20	1,20	1,15
GBP/USD	1,5347	1,49	1,45	1,45	1,40
EUR/GBP	0,8519	0,84	0,83	0,83	0,82
USD/CHF	0,9455	1,00	1,08	1,08	1,13
EUR/CHF	1,2367	1,25	1,30	1,30	1,30
USD/JPY	99,57	106	110	112	115
EUR/JPY	130,14	133	132	134	132
USD/CAD	1,0340	1,00	1,00	1,00	1,00
AUD/USD	0,9563	0,90	0,90	0,90	0,90
NZD/USD	0,7987	0,76	0,76	0,76	0,76
EUR/NOK	7,6127	7,50	7,50	7,50	7,50
EUR/SEK	8,6321	8,25	8,00	8,00	7,75

Hedgefonds

Gut zur Diversifizierung

Research & Strategy

Olivier Couvreur – CIO Multimanager Hedge Funds

Erik Keller – Senior Hedge Fund Analyst

Hedgefondsstrategien bieten sich momentan bei den unterschiedlichsten Portfolios zur Diversifizierung und zur Risikoreduzierung an. Diese Funktionen erfüllen sie bei defensiv positionierten Rentenengagements ebenso wie bei offensiveren Aktieninvestments. Wir empfehlen weiterhin, Hedgefonds überzugewichten.

Diversifizierte Hedgefonds können in defensiven Portfolios das Risiko senken

Die aktuell niedrige (oder negative) Verzinsung bei Rentenprodukten bietet wenig Ausgleich für das gestiegene Zinsrisiko, dem Anleiheinvestoren ausgesetzt sind. Diversifizierte Dach-Hedgefonds haben hingegen bewiesen, dass sie bei niedriger Volatilität solide Renditen erwirtschaften können, ganz gleich, ob es an den Anleihemärkten nach oben oder nach unten geht. Das aktuelle Umfeld bietet solchen Fonds eine breite Palette an Möglichkeiten, zum Beispiel in Form von Unternehmensrestrukturierungen, Fusionen und Übernahmen (M&A) oder fundamentalen Aktienauswahlstrategien, bei Aktienmarktrisiken teilweise oder vollständig abgesichert werden. Durch den Diversifizierungsfokus bieten diese Fonds im aktuellen Umfeld ein außergewöhnliches Risiko-Rendite-Verhältnis (siehe Chart).

Eine weitere Strategie, die sich für defensive Investoren anbietet, sind Long/Short-Anleihefonds, bei denen die Fondsmanager frei entscheiden können, ob sie in Staatsanleihen, Investmentgrade- und Hochzinsanleihen, Schwellenmarktschuldtitel oder vorrangig besicherte Bankkredite investieren. Diese Fonds können auch davon profitieren, Unternehmensanleihen leerzuverkaufen und Zins- sowie Kreditrisiken abzusichern.

Long/Short-Aktienfonds können in offensiven Portfolios das Risiko senken

Aktienanleger und Investoren mit einem offensiveren Ansatz sollten Long/Short-Aktienfonds oder -Dachfonds in Erwägung ziehen, denn diese Hedgefondskategorie bietet ein besseres Risiko-Rendite-Profil (als diversifizierte Dachfonds) und sie können Aktienmarktrisiken abfedern. Als Reaktion auf das aktuelle Marktumfeld haben Long/Short-Aktienfonds zum Beispiel das Risiko gesenkt, indem sie ihre Nettomarktposition verkleinert haben.

Eine breite Palette an Long/Short-Aktienstrategien profitiert vom aktuell günstigen Stockpicking-Umfeld.

Aktienmarktneutrale Fonds, Long/Short-Aktienfonds mit flexiblem Marktengagement, sektorspezifische Long/Short-Aktienfonds und allgemeinere Long/Short-Aktienfonds haben sich in letzter Zeit allesamt gut entwickelt.

Wir gehen davon aus, dass die fundamentale Marktlage für Long/Short-Aktienstrategien weiter günstig bleibt, wobei die Renditen primär durch eine gezielte Aktienausswahl sowohl in den Long- als auch den Short-Portfolios zustande kommt.

Bevorzugte Hedgefondsstrategien

Positiv: Long/Short-Equity und ereignisgetriebene Strategien

Neutral: Wertvergleichsstrategien

Negativ: Global-Macro/CTA (Commodity Trading Advisors)

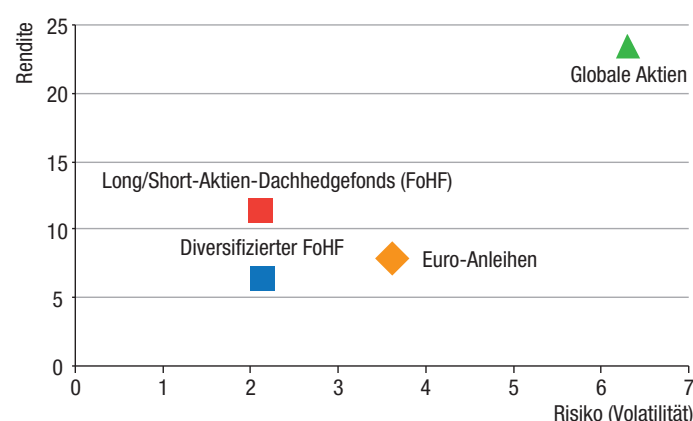
Long/Short-Equity: Nach der jüngsten Rally an den Aktienmärkten verfolgen wir einen etwas vorsichtigeren Ansatz und geben variablen und marktneutralen Long/Short-Aktienfonds den Vorzug vor reinen Long-Fonds.

Ereignisgetrieben: Unsere positive Beurteilung basiert auf einer Zunahme der M&A-Tätigkeit und der Chancen in Sondersituationen, zum Beispiel Positionen aktiver Aktionäre und Restrukturierungen.

Wertvergleich (Relative Value): Wir rechnen zwar mit größeren Performance-Unterschieden bei Schuldtiteln, was in der Regel Managern von Long/Short-Anleihefonds zugute kommt. Wir glauben aber dennoch, dass andere Strategien mehr Rendite erwirtschaften.

Macro/CTA (Managed Futures): Die CTA-Renditen sind in letzter Zeit ungleich ausgefallen. Angesichts der Long-Risikopositionen bieten Macro/CTA-Strategien unserer Meinung nach im aktuellen Umfeld weniger Diversifizierungspotenzial.

Risiko und Rendite auf ein Jahr im Vergleich in %



Quelle: Lipper Hindsight, Datenzeitraum: 31. Mai 2012 – 31. Mai 2013

Rohstoffausblick

Negative Aussichten für das dritte Quartal

Group Economics

Hans van Cleef – Energy Economist

Georgette Boele – Coordinator FX and Commodity Strategy

Der Superzyklus ist vorüber. Schwächere Wirtschaftsdaten aus den USA und aus China haben die Rohstoffpreise sinken lassen. Dies gilt vor allem für zyklische Rohstoffe wie Öl, unedle Metalle und auch für die meisten Edelmetalle. Wir rechnen aber damit, dass sich die Stimmung in den kommenden Wochen und Monaten wieder aufhellt, denn die US-Konjunktur dürfte im zweiten Halbjahr 2013 wieder anziehen.

Der Aufschwung in den USA und in China stützt vor allem zyklische Rohstoffe mit einem relativ engen Angebot/Nachfrage-Verhältnis. Für Kupfer und einige Edelmetalle zum Beispiel sind die Fundamentaldaten solide. Bei unedlen Metallen jedoch fällt das allgemeine Nachfragewachstum geringer aus, so könnten bei Aluminium und Stahl Überkapazitäten zum Problem werden.

Bärenmarkt bei Gold und Silber – Ausblick negativ

Gold steckt in einem Bärenmarkt fest. Wir rechnen damit, dass der Preis pro Unze Ende des Jahres bei USD 1300 liegt, Ende 2014 bei USD 1000 und Ende 2015 bei USD 800 liegt. Auch bei Silber ist der kurzfristige Ausblick negativ. Hier macht sich die negative Stimmung beim Gold bemerkbar. Im Laufe dieses Jahres und auch 2014 könnte sich die Nachfrage nach Industriesilber aber verbessern, sodass sich ein Unterstützungsniveau für die Silberpreise bildet.

Öl dürfte in einer engen Preisspanne gehandelt werden

Auch wenn das Angebot groß ist, wird die Hoffnung auf eine Nachfragesteigerung die Preise in den nächsten drei Monaten in einer engen Handelsspanne halten. Langfristig rechnen wir weiterhin mit einem leichten Rückgang der Ölpreise, weil wir davon ausgehen, dass das Angebot schneller wächst als die Nachfrage.

Gas wird in Großbritannien und in der Eurozone momentan wieder teurer gehandelt. Dies liegt an einem erhöhten Heizbedarf aufgrund der ungewöhnlich niedrigen Temperaturen. In den USA könnten die Gaspreise aufgrund der Nachfrage für Kühl- und Klimaanlage steigen. Dies dürfte zum einen verhindern, dass Vorräte angehäuft werden. Zum anderen könnte es die Wahrscheinlichkeit unseres Basisszenarios verringern, das von sinkenden Gaspreisen in den USA ausgeht.

Gold und Öl: Das Leben nach dem Boom 2000–2013



Quelle: Bloomberg

Anlageklasse	Fundamentale Beurteilung	Unsere Einschätzung
Rohstoffe Neutral	Negative Einschätzung des CRB (Commodity Research Bureau Index) für das dritte Quartal, getrieben von weniger günstigen Fundamentaldaten bei bestimmten Rohstoffen, zum Beispiel größeres Angebot und aufgewerteter US-Dollar.	Neutrales Engagement in marktbreiten Indizes zur Diversifizierung und Absicherung.

Immobilien

Vorübergehende Korrektur,
fundamentale Situation
unverändert

Der Immobiliensektor hat seit Anfang des Jahres akzeptable Renditen von 5 bis 8 % erwirtschaftet. Die Suche nach Rendite hat die Märkte und die Bewertungen börsennotierter Immobilienfonds (REITs) nach oben getrieben. Ein geradliniger Aufstieg war es allerdings nicht, denn es kam immer wieder zu Gewinnmitnahmen, vor allem bei den teuersten Werten in den USA und in Asien (zumeist ohne Japan). Wir sind überzeugt, dass die relativ hohen Bewertungen für solide börsennotierte US-Immobilienunternehmen gerechtfertigt sind.

Finanzierungsvorteile

Die expansive Geldpolitik der vergangenen zwei Jahre hat vielen börsennotierten Immobilienunternehmen Finanzierungsvorteile verschafft. So konnten sie niedrige Zinsen langfristig festschreiben. Und die Kombination von billigen Schulden und hohen Aktienbewertungen hat zudem Wachstumschancen durch Übernahmen eröffnet.

Viele Immobilienunternehmen nutzten die niedrigen Zinsen auch, um ihren Verschuldungsgrad zu senken. Dieser ist seit 2008 von rund 80 % auf gesündere 50 % gefallen. Dies liegt vor allem daran, dass andere Finanzierungsquellen verfügbar geworden sind. Dazu zählen auch andere Fremdkapitalformen als Bankkredite. Mit dem Rückgang der Schulden ist auch die Abhängigkeit von den Aktienmärkten etwas kleiner geworden, wenngleich sie immer noch hoch ist. (vgl. Grafik)

Unverändert solide Fundamentaldaten

Da die Nachfrage nach Gewerbeimmobilien eng mit dem Wirtschaftswachstum zusammenhängt, profitieren die Fundamentaldaten dieses Bereichs (z.B. Leerstand, Mieten und Mieterfluktuation) von den Prognosen eines weltweiten Konjunkturaufschwungs. Das gilt besonders für die hochwertigen Immobilienportfolios der von uns favorisierten US-REITs, d.h. Büro- und Industrieimmobilien.

Die wirtschaftlichen Argumente für Immobilieninvestitionen sind nach wie vor stark: eine attraktive Dividende von 3,5 %, ein eingebauter Inflationsschutz und solide Bilanzen. Selbst in einem Umfeld steigender Zinsen werden die guten Fundamentaldaten des Sektors weiterhin für Wachstum sorgen. Bei vielen börsennotierten Gesellschaften ist die steigende Teuerungsrate dank inflationsgekoppelter Mietverträge auch bereits eingepreist.

Abhängigkeit börsennotierter US-Immobilienunternehmen vom MSCI North America Index



Quelle: Petercam

Die Abhängigkeit wird über rollierende Daten gemessen. Ein Beta größer als 1 signalisiert eine höhere Abhängigkeit, ein Beta kleiner als 1 signalisiert eine geringere Abhängigkeit von den Aktienmärkten.

Anlageklasse	Fundamentale Beurteilung	Unsere Einschätzung
Neutral Hochwertige Immobilien erfüllen die Voraussetzungen in puncto Rendite, niedrige Verschuldung, Cashflow und begrenztes Neuangebot. Außerdem mehren sich die Anzeichen für eine Trendwende am US-Wohnimmobilienmarkt und für Unterstützung durch die Behörden in asiatischen Industrieländern	US-REITs: Rotation im Teilsektor hin zu eher zyklischen REITs. Asien: Entwickelte asiatische Märkte erhalten den Vorzug vor asiatischen Schwellenländern. Auch wenn es theoretisch noch anders kommen könnte, prognostizieren wir robuste Verkaufszahlen für die Immobilienentwickler und stabile Preise bei Wohnimmobilien Europa: Angesichts des schwierigen Umfelds favorisieren wir Unternehmen im oberen Segment, denen die besten Immobilien an den besten Standorten gehören. Diese Aktien werden mit einem Aufschlag zum Nettoinventarwert gehandelt	Übergewichten: Nordamerika Neutral: Asien Untergewichten: Europa

Private Equity

Chancen durch die Entwicklung der Branche

Research & Strategy

Olivier Palasi – Head of Private Equity

Es sind schwierige Zeiten für Private Equity. Längere Haltefristen verzögern den Ausstieg und die Freisetzung von Kapital für neue Investitionen. Aber es gibt auch Lichtblicke. In Frankreich, Deutschland, Skandinavien und Spanien eröffnen sich eine Reihe von Buyout-Chancen.

Längere Haltefristen schaden künftigen Engagements

Weder die Partner der Private-Equity-Gesellschaften noch die Investoren hätten gedacht, dass die Haltefristen in den Beteiligungsportfolios derart lang werden. Die durchschnittliche Haltedauer in Gesellschaften mit Asien-Portfolios ist seit 2007 von 2,6 auf 4,7 Jahre gestiegen. Und dieser Trend betrifft vor allem die großen Transaktionen (über USD 1 Mrd.).

Die Verzögerung des Ausstiegsprozesses hat natürlich Folgen. Sie stört den Mechanismus für das Investieren von neuem Beteiligungskapital (siehe Chart). Ohne die Erlöse aus Unternehmensverkäufen fällt es manchen Investoren schwer, neue Finanzzusagen zu machen. Dadurch entsteht ein Missverhältnis zwischen den finanzstarken institutionellen Investoren und anderen Anlegern in einem Fonds. Das führt dazu, dass viele Investoren ihre Zusagen reduzieren, oder zumindest Anlageentscheidungen verschieben.

Die Branche könnte zum Beispiel Refinanzierungen nutzen, um den Investoren Cash zurückzugeben. Doch selbst wenn sich viele Private-Equity-Gesellschaften zu diesem Schritt entschlossen, scheint die Verlängerung der Haltedauer riskant, wenn der gesamte Wert bereits berücksichtigt wurde.

Fundraising wird zur Herausforderung

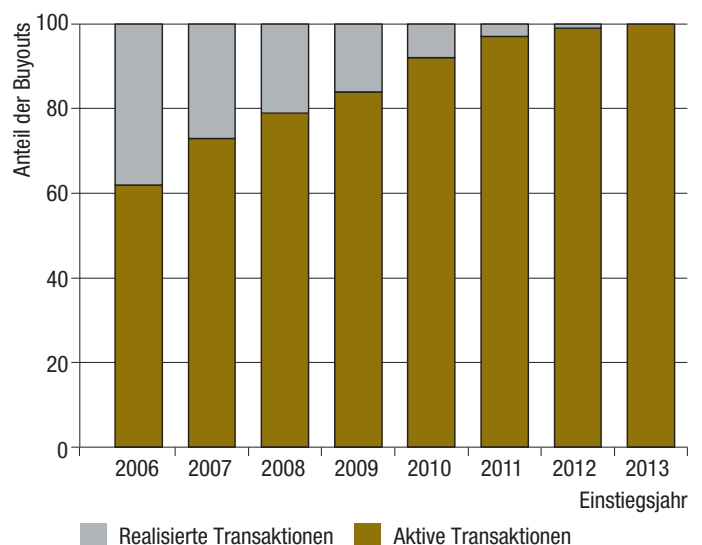
Bestimmte Manager haben Schwierigkeiten, das nötige Kapital für ihre Fonds zusammenzubekommen. Für Manager mit einer klaren Anlagestrategie und einer guten Erfolgsbilanz ist das zwar kein Problem. Für die anderen kann es aber schwer sein, Kapital von der limitierten Anzahl von Partnern einzusammeln.

Wie wichtig eine solide Erfolgsbilanz ist, zeigt sich an Infrastrukturfonds. Die zunehmende Nachfrage nach Infrastrukturentwicklung in aller Welt befeuert auf diese Segmente spezialisierte Private-Equity-Fonds. Doch da nur wenige Investmentmanager eine Anlagebilanz vorlegen können, sind die verfügbaren Gelder begrenzt. Ein weiteres Hindernis für die Infrastruktur-Anlageklasse besteht darin, dass sie in diverse Unterkategorien aufgeteilt wurde. Das macht den Sektor für die Investoren deutlich komplizierter.

Regionale Chancen

Wir sehen im Private-Equity-Bereich vereinzelt attraktive Chancen in ganz Europa. Großbritannien ist zum Beispiel nach wie vor der größte und wettbewerbsstärkste Buyout-Markt, aber nicht alle Branchensektoren sind gefragt. In Frankreich, Deutschland und Skandinavien müssen globale Industrieunternehmen in den kommenden Jahren nicht zum Kerngeschäft gehörende Geschäftsbereiche verkaufen. Allerdings sind diese Transaktionen mit langen Entscheidungsprozessen verbunden. Deutschland bietet eine ganze Reihe von Industrieunternehmen, die mit der richtigen Unterstützung binnen zwei oder drei Jahren zu Global Playern werden könnten. Und Spanien wirkt ebenfalls wie ein Eldorado, weil Unternehmen und angeschlagene Verkäufer keine Refinanzierung aufreiben können. Außerdem kommen Unternehmen auf den Markt, die spanischen Banken gehören. Der italienische Markt ist ebenfalls angeschlagen. Familienunternehmen, die aus Liquiditätsnot verkaufen, haben Kaufgelegenheiten für starke Exportunternehmen geschaffen.

Private-Equity-finanzierte Portfoliounternehmen nach Einstiegsjahr



Quelle: Preqin

Performance und Risiko

Erwartete Veränderungen

Research & Strategy

Hans Peters – Head of Investment Risk
Emilia Bruera – Investment Risk Specialist

Asset Allokation: selektive Positionierung und Risikominderung

Die aktuelle Asset Allokation wurde angepasst, um die Auswirkungen der volatilen Märkte zu reduzieren. In diesem Zuge haben wir die Anleihepositionen auf eine stärkere Untergewichtung verkleinert (Investmentgrade und Staatsanleihen aus Schwellenländern), die Aktienübergewichtung reduziert und die Immobilienquote gesenkt. Die Erlöse daraus haben wir dem Liquiditätsbestand zugeschlagen. Diversifizierung ist nach wie vor Trumpf: Hedgefonds sind in den zentralen Profilen (3 und 4) neutral gewichtet und in den aktiengetriebenen Profilen (5 und 6) untergewichtet.

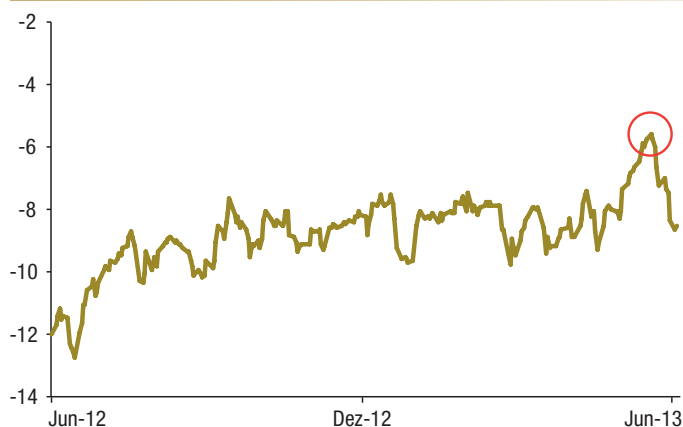
Risikokontrolle über die Optionsmärkte

Die Rally der Aktienmärkte mit neuen Höchstständen führte auch zu mehr Nachfrage nach spekulativen Call-Optionen (siehe Chart). So stieg der Volatilitätsunterschied zwischen einem Call, der eine 10%-Steigerung und einem Put, der einen 10%-Rückgang des S&P 500 absichert, auf den höchsten Stand seit 2005. Nach den Signalen der Fed, die expansive Geldpolitik demnächst zurückzuführen, und dem darauf folgenden Rückgang an den Aktienmärkten, ist der Indikator wieder auf sein vorheriges Niveau zurückgefallen. Als quantitative Kennzahl für Gier gegenüber Angst ist dies ein wertvolles Stimmungsbarometer, vor allem, wenn es stark von den historischen Werten abweicht. Der Optionsmarkt ist ein nützliches Instrument, um die Anfälligkeit der Märkte im Auge zu behalten, und daher Teil unserer Risikoüberwachung.

Performance: Positives erstes Halbjahr 2013

In den ersten sechs Monaten des Jahres haben wir, abgesehen von den Schwellenmärkten, positive Renditen bei Aktien, Immobilien und Hedgefonds gesehen. All unsere Profile haben sich seit dem 1. Januar 2013 positiv entwickelt und die meisten haben die Benchmark geschlagen. Schlechter als die Benchmark waren nur Profil 6 in Euro und in US-Dollar aufgrund der schlechten Performance von Schwellenmarktaktien und Profil 1 in Euro aufgrund der begrenzten Geldmarktrendite und der schlechten Performance von Schwellenmarktanleihen.

Unterschied bei der dreimonatigen implizierten Volatilität



Call minus Put auf den S&P 500, die eine 10%-Veränderung absichern

Quelle: Bloomberg

Geprüfte Performance unserer Taktischen Asset Allokation gegenüber der Strategischen Asset Allokation in %

	EUR						USD					
	22. Mai 2003 bis 30. Mai 2013*			2013 YTD (30. Mai 2013)			22. Mai 2003 bis 30. Mai 2013*			2013 YTD (30. Mai 2013)		
	Strategisch	Taktisch	Überrendite	Strategisch	Taktisch	Überrendite	Strategisch	Taktisch	Überrendite	Strategisch	Taktisch	Überrendite
Profil 1	56,25	66,58	6,61	1,67	1,36	-0,31	53,67	69,07	10,02	-0,16	0,32	0,49
Profil 2	60,30	72,08	7,35	3,15	3,53	0,37	60,99	76,51	9,64	1,71	2,78	1,05
Profil 3	76,92	99,86	12,96	4,53	5,23	0,67	83,17	105,56	12,22	3,44	4,76	1,28
Profil 4	82,16	105,32	12,71	6,39	7,04	0,61	92,33	112,98	10,74	5,77	6,96	1,13
Profil 5	93,20	120,28	14,01	8,27	8,43	0,15	106,43	129,58	11,22	8,13	8,64	0,47
Profil 6	97,41	123,59	13,26	9,70	9,38	-0,29	113,69	134,27	9,63	9,92	9,79	-0,12

* Profile 1 und 2 beziehen sich auf die vormaligen konservativen Profile, die Profile 3 und 4 beziehen sich auf die vormaligen ausgewogenen Profile und die Profile 5 und 6 beziehen sich auf die vormaligen Wachstumsprofile

Portfoliostruktur

Wir sollten an Stelle unserer Zukunftsängste das
Zukunftsdenken und Vorausplanen setzen.

Winston Churchill

Entscheidungen des
Global Investment Committee (GIC)

Die Musterportfolios des Global Investment Committee von ABN AMRO zeigen die EUR/USD-Risikoprofile in % von unserem konservativsten Profil (1) bis hin zum risikoreichsten Profil (6).

Profil 1						Profil 2				
Anlageklasse	Strategisch			Taktisch	Abweichung	Strategisch			Taktisch	Abweichung
	Neutral	Min.	Max.			Neutral	Min.	Max.		
Liquidität	5	0	60	31	+26	5	0	70	17	+12
Anleihen*	90	40	100	61	-29	70	30	85	49	-21
Aktien	0	0	10	0		15	0	30	21	+6
Alternative Anlagen	5	0	10	8	+3	10	0	20	13	+3
Hedgefondsstrategien	5			8	+3	5			8	+3
Immobilien	0			0		3			3	0
Rohstoffe	0			0		2			2	0
Gesamtengagement	100			100		100			100	

Profil 3						Profil 4				
Anlageklasse	Strategisch			Taktisch	Abweichung	Strategisch			Taktisch	Abweichung
	Neutral	Min.	Max.			Neutral	Min.	Max.		
Liquidität	5	0	70	13	+8	5	0	70	13	+8
Anleihen*	55	20	70	37	-18	35	10	55	19	-16
Aktien	30	10	50	40	+10	50	20	70	58	+8
Alternative Anlagen	10	0	20	10	0	10	0	30	10	0
Hedgefondsstrategien	5			5	0	5			5	0
Immobilien	3			3	0	3			3	0
Rohstoffe	2			2	0	2			2	0
Gesamtengagement	100			100		100			100	

Profil 5						Profil 6				
Anlageklasse	Strategisch			Taktisch	Abweichung	Strategisch			Taktisch	Abweichung
	Neutral	Min.	Max.			Neutral	Min.	Max.		
Liquidität	5	0	70	6	+1	5	0	60	5	0
Anleihen*	15	0	40	9	-6	0	0	25	0	
Aktien	70	30	90	80	+10	85	40	100	90	+5
Alternative Anlagen	10	0	30	5	-5	10	0	30	5	-5
Hedgefondsstrategien	5			0	-5	5			0	-5
Immobilien	3			3	0	3			3	0
Rohstoffe	2			2	0	2			2	0
Gesamtengagement	100			100		100			100	

*Empfohlene Duration; **Neutral.** Benchmark: Bank of America, Merrill Lynch Staatsanleihen 1-10 Jahre.

Mitwirkende

Mitglieder des ABN AMRO Bank Global Investment Committee

Didier Duret	didier.duret@nl.abnamro.com
Gerben Jorritsma	gerben.jorritsma@nl.abnamro.com
Han de Jong	han.de.jong@nl.abnamro.com
Arnaud de Dumast	arnaud.de.dumast@fr.abnamro.com
Wim Fontaine	wim.fontaine@nl.abnamro.com
Bernhard Ebert	bernhard.ebert@de.abnamro.com

Chief Investment Officer Private Banking
Global Head Discretionary Portfolio Management
Chief Economist
Head Investments Private Clients Neufilze OBC
Senior Investment Specialist and Advisory Delegate
Head Discretionary Portfolio Management Bethmann Bank

Economic Bureau

Nick Kounis	nick.kounis@nl.abnamro.com
Georgette Boele	georgette.boele@nl.abnamro.com
Maritza Cabezas Ludena	maritza.cabezas@nl.abnamro.com
Hans van Cleef	hans.van.cleef@nl.abnamro.com

Head Macro Research
Coordinator FX and Commodity Strategy
Senior Economist Emerging Markets
Energy Economist

Bond Research & Strategy Team

Stephen Evans	stephen.evans@sg.abnamro.com
Roel Barnhoorn	roel.barnhoorn@nl.abnamro.com
Martin Strohmeier	martin.strohmeier@nl.abnamro.com
Henk Wiersma	henk.wiersma@nl.abnamro.com
Jeroen van Herwaarden	jeroen.van.herwaarden@nl.abnamro.com
Carman Wong	carman.wong@hk.abnamro.com
Grace M.K. Lim	grace.m.k.lim@sg.abnamro.com

Global Head of Bonds
Head Bond Theme Research
Bond Quant & Risk Analyst
Senior Credit Analyst
Credit Analyst
Head Emerging Markets Bonds
Emerging Market Bond Analyst

Equity Research & Strategy Team

Syben Brouwer	syben.brouwer@nl.abnamro.com
Daphne Roth	daphne.roth@sg.abnamro.com
Ivy Pan	ivy.pan@hk.abnamro.com
Edith Thouin	edith.thouin@nl.abnamro.com
Margareta Jonker	margareta.jonker@nl.abnamro.com
Ralph Wessels	ralph.wessels@nl.abnamro.com
Maurits Heldring	maurits.heldring@nl.abnamro.com

Global Head Equity Research and Head Research Netherlands
Head Asia Equity Research, Australia, EM Asia, Latin America
Equity Expert China, Hong Kong
Head Equity Theme Research, Materials, Healthcare, Utilities
Equity Expert Netherlands, Consumer Staples
Equity Expert Financials, Industrials
Equity Expert Consumer Discretionary, IT, Telecoms

Alternative Investments

Olivier Couvreur	olivier.couvreur@fr.abnamro.com
Olivier Palasi	olivier.palasi@fr.abnamro.com
Manuel Hernandez Fernandez	manuel.hernandez@nl.abnamro.com
Erik Keller	erik.keller@nl.abnamro.com

CIO Multimanager, Hedge Funds
Head Private Equity
Property Specialist
Senior Hedge Fund Analyst

Quantitative Analysis and Risk Management

Hans Peters	hans.peters@nl.abnamro.com
Emilia Bruera	emilia.bruera@nl.abnamro.com
Paul Groenewoud	paul.groenewoud@nl.abnamro.com

Head Investment Risk
Quantitative and Risk Analyst
Quantitative and Risk Analyst

Production Team

Barbara Schiphorst	barbara.schiphorst@nl.abnamro.com
Liz Bond	liz.bond@nl.abnamro.com
Christina Santore	christina.santore@yahoo.com
Johann Richter	johann.richter@nl.abnamro.com

Global Coordination
Senior Editor
Editorial and Communication Support
Editorial Support

Disclaimer

© Copyright 2013 ABN AMRO Bank N.V. und verbundene Unternehmen («ABN AMRO»), Gustav Mahlerlaan 10, 1082 PP Amsterdam / Postfach 283, 1000 EA Amsterdam, Niederlande. Alle Rechte vorbehalten. Diese Unterlagen wurden vom Investment Advisory Centre (IAC) von ABN AMRO erstellt. Sie dienen ausschliesslich der Information und stellen weder ein Angebot zum Verkauf noch eine Aufforderung zum Kauf eines Wertpapiers oder eines anderen Finanzinstruments dar. Auch wenn diese Unterlagen auf Informationen beruhen, die wir für verlässlich halten, übernehmen wir keine Gewähr für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit. Wir bemühen uns im Rahmen des Möglichen, die hierin enthaltenen Informationen und Meinungen zu aktualisieren, können aus Compliance-, regulatorischen oder anderen Gründen jedoch gegebenenfalls daran gehindert werden. Die Meinungen, Prognosen, Annahmen, Schätzungen, abgeleiteten Bewertungen sowie Preisziele in diesen Unterlagen entsprechen dem Stand zum angegebenen Datum und können jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die in diesen Unterlagen erwähnten Anlagen sind abhängig von den Anlagezielen, der Finanzsituation, dem Wissen, der Erfahrung oder den individuellen Bedürfnissen für bestimmte Anleger unter Umständen nicht angemessen oder nicht geeignet; die in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen stellen keinen Ersatz für eine unabhängige Beurteilung dar. ABN AMRO oder ihre Angestellten, Direktoren, Mitarbeiterbeteiligungsprogramme oder Mitarbeiter, einschliesslich der an der Erstellung oder Ausgabe dieser Unterlagen beteiligten Personen, können von Zeit zu Zeit Long- oder Short-Positionen in Wertpapieren, Warrants, Futures, Optionen, Derivaten oder sonstigen Finanzinstrumenten halten, die in diesen Unterlagen erwähnt werden. ABN AMRO darf den Emittenten von in diesen Unterlagen erwähnten Wertpapieren jederzeit Investmentbanking-, Commercial-Banking-, Kredit-, Beratungs- und andere Dienstleistungen anbieten bzw. solche Dienstleistungen für sie erbringen. Bei der Bereitstellung und Erbringung solcher Dienstleistungen kann ABN AMRO in den Besitz von Informationen gelangen, die in diesen Unterlagen nicht berücksichtigt sind und die ABN AMRO vor oder unmittelbar nach der Veröffentlichung gegebenenfalls als Handlungsgrundlage gedient haben. Ferner kann ABN AMRO in den vergangenen Jahren als Konsortialführerin oder Konsortiumsmitglied bei Wertpapieremissionen der in diesen Unterlagen erwähnten Emittenten mitgewirkt haben. Die Preisangaben zu hierin erwähnten Wertpapieren entsprechen dem Stand zum angegebenen Datum und bieten keine Gewähr, dass Transaktionen zu diesem Preis ausgeführt werden können. Weder ABN AMRO noch sonstige Personen haften für unmittelbare, mittelbare, nachgewiesene oder beiläufig entstandene Verluste oder Schäden, Folgeschäden oder bei verschärftem Schadenersatz, einschliesslich Gewinnausfällen infolge der in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen. Diese Unterlagen sind nur zur Verwendung durch die hierzu berechtigten Adressaten bestimmt; die Wiedergabe, Verbreitung oder Vervielfältigung in Teilen oder in ihrer Gesamtheit zu irgendeinem Zweck ist ohne die vorherige ausdrückliche Zustimmung von ABN AMRO nicht erlaubt. Dieses Dokument ist ausschliesslich zur Weitergabe an Privat-/Retailkunden in einem Land bestimmt, in dem ABN AMRO ein Privatkundengeschäft betreibt. Die Weitergabe an Privat-/Retailkunden in Rechtsordnungen mit Registrierungs- bzw. Lizenzpflicht für Vertriebssträger, die der Vertriebssträger zurzeit nicht erfüllt, ist nicht erlaubt. Der Begriff «Unterlagen» umfasst alle Researchinformationen, die in irgendeiner Form auf Papier, in elektronischer Form, in Präsentationen, in E-Mails, SMS- oder WAP-Texten oder auf anderen Trägern zu finden sind.

US-Wertpapiergesetz (U.S. Securities Exchange Act)

ABN AMRO Bank N.V. ist kein gemäss dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 in seiner jeweils gültigen Fassung («Gesetz von 1934») und gemäss den geltenden Gesetzen der einzelnen US-Bundesstaaten registrierter Broker-Dealer. Zudem ist ABN AMRO Bank N.V. nicht gemäss dem U.S. Investment Advisers Act von 1940 in seiner jeweils gültigen Fassung («Advisers Act», zusammen mit dem Gesetz von 1934 die «Gesetze») und gemäss den geltenden Gesetzen der einzelnen US-Bundesstaaten als Anlageberater («Investment Adviser») registriert. Mangels spezieller Ausnahmeregelungen im Sinne dieser Gesetze sind daher von ABN AMRO Bank N.V. erbrachte Broker- und Anlageberatungsdienstleistungen, einschliesslich (aber nicht ausschliesslich) der hierin beschriebenen Produkte und Dienstleistungen, nicht für US-Personen bestimmt. Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die USA versandt oder mitgenommen oder in den USA oder an eine US-Person ausgehändigt werden.

Disclaimer Nachhaltigkeitsindikator

ABN AMRO Bank N.V. hat mit angemessener Sorgfalt sichergestellt, dass die Indikatoren verlässlich sind. Die Informationen sind allerdings ungeprüft und können daher jederzeit ändern. ABN AMRO Bank übernimmt keine Haftung für Schäden, die (unmittelbar oder mittelbar) aus der Verwendung der Indikatoren entstehen. Die Indikatoren alleine stellen weder eine Empfehlung hinsichtlich eines bestimmten Unternehmens noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlagen dar. Es gilt zu beachten, dass die Indikatoren eine punktuelle Meinung wiedergeben, die zu einem bestimmten Zeitpunkt aufgrund verschiedener Nachhaltigkeitsüberlegungen gebildet wurde. Der Nachhaltigkeitsindikator gibt lediglich Anhaltspunkte zur Nachhaltigkeit eines Unternehmens in seiner Branche.

Hinweise zu Unternehmen

ABN AMRO kann eine Mehrheitsbeteiligung bzw. eine bedeutende finanzielle Beteiligung an Schuldtiteln dieses Unternehmens halten und daran wirtschaftlich berechtigt sein. ABN AMRO fungiert gegenwärtig als Market-Maker für das Wertpapier dieses Unternehmens und kauft sowie verkauft auch anderweitig Titel des Unternehmens auf eigene Rechnung. ABN AMRO hat in den letzten zwölf Monaten für dieses Unternehmen, seine Tochtergesellschaften bzw. verbundenen Unternehmen gegen Vergütung Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht. Alle Angaben im vorliegenden Dokument beziehen sich auf ABN AMRO und ihre verbundenen Unternehmen, einschliesslich ABN AMRO Incorporated, die in den USA den Vorschriften der NYSE, der NASD und der SIPC untersteht.

Hinweise zu geäusserten Meinungen

Die hierin geäusserten Meinungen verstehen sich weder als persönliche Anlageberatung noch als Empfehlung für Investitionen in bestimmte Anlageprodukte. Die Meinungen beruhen auf Anlageanalysen von ABN AMRO IAC. Die Analysten besitzen keine persönlichen Interessen an den in dieser Publikation erwähnten Unternehmen. Ihre Vergütung für diese Arbeit steht weder direkt noch indirekt mit den hierin geäusserten Empfehlungen bzw. Ansichten in Verbindung.



Investment Advisory Centres

Europa

ABN AMRO MeesPierson
Amsterdam
Rico Fasel
rico.fasel@nl.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking
Antwerpen - Berchem
Tom Van Hullebusch
tom.van.hullebusch@be.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking
Luxembourg
Carlo Basten
carlo.basten@lu.abnamro.com

Bethmann Bank AG
Frankfurt
Michael Harms
michael.harms@bethmannbank.de

Banque Neufilze OBC S.A.
Paris
Wilfrid Galand
wilfrid.galand@fr.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking
Jersey
Chris Chambers
chris.chambers@uk.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking
Guernsey
Frank Moon
frank.moon@gg.abnamro.com

Naher Osten

ABN AMRO Private Banking
Dubai (DIFC)
Saaish Sukumaran
saaish.sukumaran@ae.abnamro.com

Asien

ABN AMRO Private Banking
Hong Kong
William Tso
william.tso@hk.abnamro.com

ABN AMRO Private Banking
Singapore
Pheabe Chau
pheabe.chau@sg.abnamro.com

Karibik

MeesPierson Private Banking
Curaçao
Edward Laurier
edward.laurier@meespierson.com



Die Investment Advisory Centres bauen auf der Arbeit unserer Anlagespezialisten auf, die Ihnen bei Ihren Anlageentscheidungen mit Rat und Tat zur Seite stehen. Diese Experten werden von einem spezialisierten Team aus Research- und Strategieanalysten unterstützt, die die wichtigsten Finanzmärkte und Anlageklassen, d.h. Währungen, Aktien, Anleihen und alternative Anlagen, eingehend analysieren.

Bei Fragen wenden Sie sich bitte an eine der oben aufgeführten Niederlassungen. Wir freuen uns auf ein persönliches Gespräch mit Ihnen und hoffen, Ihnen behilflich sein zu können.

www.abnamroprivatebanking.com