



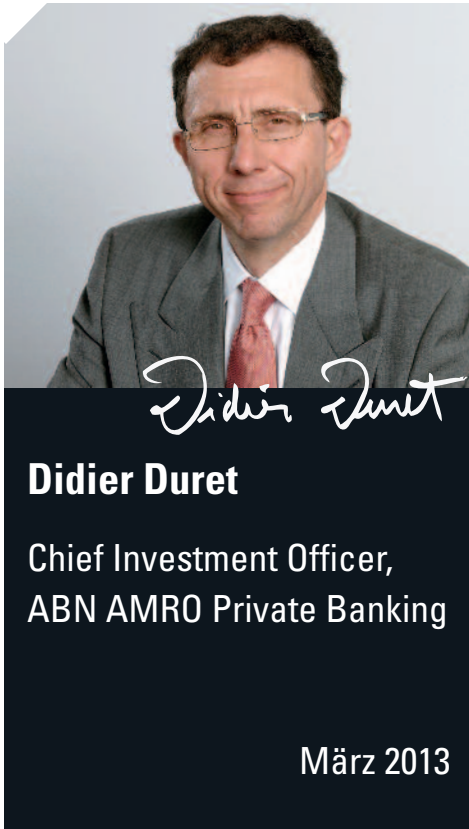
# Auf Kurs bleiben

Ausblick für das 2. Quartal 2013

Investment  
Strategie



# Ausblick für das zweite Quartal 2013



## Auf Kurs bleiben

Nach jahrelanger Unsicherheit normalisiert sich das Marktumfeld endlich wieder. Die weltweite systemische Belastung lässt nach, und die Investmentwelt schaut wieder auf vertrautere Faktoren wie zyklische Entwicklungen und Anlageklassen-Rotation. Es zeichnet sich eine weitreichende konjunkturelle Erholung ab, auch wenn sie noch nicht vollständig zu erkennen ist.

ABN AMRO ist davon überzeugt, dass für die Anleger im zweiten Quartal zwei Themen wichtig sein werden: die traditionellen Risiken im Blick zu behalten und gleichzeitig für den bevorstehenden Aufschwung in Stellung zu bringen. Dies bedeutet, mit einer sorgfältigen Auswahl von Sektoren und Regionen konsequenter in Aktien einzusteigen und das Engagement in Anleihen zurückzufahren. Diese könnten in Mitleidenschaft gezogen werden, wenn die Notenbanken ihre Politik ändern und dadurch die Renditen steigen.

Trotz des jüngsten Anstiegs der Aktienmärkte sieht ABN AMRO eine enorme Diskrepanz zwischen dem steigenden Trend bei Aktien und der dennoch niedrigen Positionierung in den Aktienmärkten. Die Grundlagen für unseren Optimismus sind zum einen die zunehmende Immunität des Markts gegen schlechte Nachrichten und zum anderen die in unseren Augen positive Korrelation zwischen einem steigenden Dollar und steigenden Aktienmärkten.

Auf den folgenden Seiten analysiert das Team von ABN AMRO Private Banking Research & Strategy diese und andere Einschätzungen und geht dabei auch auf alternative Anlageformen wie Hedgefonds, Immobilien und Private Equity ein – damit Sie auf Kurs bleiben und erfolgreich investieren können. Natürlich steht Ihnen auch Ihr Relationship Manager oder Ihr nächstgelegenes Investment Advisory Centre (siehe Rückseite) zur Seite, und hilft Ihnen, Ihr Portfolio nach der Risiko-Rendite-Strategie zusammenzustellen, die Ihren Anlagezielen am besten entspricht.

# Inhaltsverzeichnis:

Einführung – „Auf Kurs bleiben“	2
Wirtschaftslage – „Widerstreitende Kräfte kämpfen um die Oberhand“	3
Wirtschaftslage – „Wirtschaftlicher Umbruch in China“	4
Wirtschaftslage – „Notenbanken noch nicht bereit zum Ausstieg“	5
Aktien – Marktausblick	6
Aktien – Asiatische Schwellenmärkte	7
Aktienschwerpunkt – Aktualisierung Megatrends	8
Aktienschwerpunkt – „Optimierung der Fertigungsprozesse“	9
Anleihen – Marktausblick	10
Anleihen – Portfoliostruktur	11
Devisen	12
Prognosen	13
Hedgefonds	14
Rohstoffe	15
Immobilien	16
Private Equity	17
Portfoliostruktur	18
Mitwirkende	20

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

# Auf Kurs bleiben

Anleger sollten im zweiten Quartal wieder in Aktien einsteigen, um sich die besten Renditechancen zu sichern und von der bevorstehenden konjunkturellen Erholung zu profitieren

Die globale Industrieproduktion hat in jüngster Zeit wieder Fahrt aufgenommen. Der amerikanische Immobilienmarkt zeigt erste Anzeichen für einen Aufschwung, was weltweit zu einem deutlichen Anstieg von risikobehafteten Vermögenswerten geführt hat. Doch genau diese Aufwärtsbewegung könnte im zweiten Quartal eine Korrektur auslösen, wenn der Informationsfluss über positive Wirtschaftsdaten vorübergehend abreißt und die Notenbanker die Weltwirtschaft nicht mehr so einheitlich mit einer expansiven Geldpolitik unterstützen.

Wir empfehlen Anlegern dennoch, auf Kurs zu bleiben und sich auf die traditionellen zyklischen Risiken einzustellen, die an die Stelle der systemischen Unsicherheit getreten sind. Sie sollten sich lieber früher als später aus den sicheren Häfen der festverzinslichen Wertpapiere verabschieden, bei denen die Renditen steigen könnten und somit ein Kapitalverlust droht, und stattdessen in Aktien einsteigen. Mit sorgfältig ausgewählten Titeln können sich Anleger in Stellung bringen, um von der breiter angelegten konjunkturellen Erholung zu profitieren, die im zweiten Halbjahr zu erwarten ist.

## Die wichtigsten Trends: Gegenwind verschleiert schrittweise Verbesserung des geschäftlichen Umfelds

- **Die globale konjunkturelle Dynamik wird sich ausweiten** und zu einem stabileren Aufschwung führen, der vom Konsum sowie von den Ausgaben der Unternehmen und des Staates getrieben wird. Die Weltwirtschaft hat nach der großen Rezession weniger internationale Ungleichgewichte als vor einigen Jahren – trotz der strengen fiskalischen Anpassungen.
- **Der Wettbewerb der Zentralbanken** zielt auf die Stützung der Binnenkonjunktur, nicht auf einen Währungskrieg. Die Währungsunterschiede spiegeln unterschiedliche Ziele: Vollbeschäftigung in den USA, Geldwertstabilität in Japan und Europa, und Geldmengensteuerung in China.
- **Die Notenbanken werden eine allmähliche Normalisierung** ihrer extrem konjunkturfördernden Politik anstreben, nicht einen abrupten Ausstieg. In diesem Zusammenhang dürften sich an den Märkten unregelmäßige Wellen zeigen, je nachdem, welche Art von Ausstieg gerade erwartet wird. Daher ist es für Anleger ratsam, beim Großteil des Portfolios das Zinsrisiko niedrig zu halten.

## Die wichtigsten Herausforderungen: Widersprüchliche Signale

- **Der kurzfristige Lageraufbau** muss sich ausweiten, um zu einer nachhaltigen Nachfrage zu führen. Für die Politiker besteht die Herausforderung darin, das richtige Umfeld für mehr Investitionen zu schaffen, denn die Unternehmen horten ihr Bargeld und zögern ihre Expansionspläne hinaus.
- **Die Abwertung des Yen** sorgt für Spannung bei der

Europäischen Zentralbank (EZB) mit Blick auf die Formulierung einer klaren Wechselkurspolitik. Ein anhaltend teurer Euro belastet den Export und erschwert, die Eurozone aus der Rezession zu hieven.

- **Die Anleger sollten nicht mit lang laufenden Anleihen und übermäßigen Kreditrisiken auf Renditejagd gehen** – bei Anleihen kommt es auf eine konsequente Selektion an.

## Die wichtigsten Chancen: Übergewichtung von Aktien mit breiter Diversifizierung

- **Aktien bieten Preissteigerungspotenzial** und Einstiegschancen in wirtschaftlich schwachen Phasen. Zwischen dem Konsens über einen Aufwärtstrend bei Aktien und der tatsächlichen Positionierung der Anleger in den Aktienmärkten gibt es eine krasse Diskrepanz.
- **Die asiatischen Schwellenländer und Brasilien** haben durch die jüngste Underperformance ihre Attraktivität gegenüber den Industrieländern wieder gesteigert.
- **Eine gute Diversifizierungsmöglichkeit bieten Wachstumsaktien**, die zu unserem Thema „Optimierung der Fertigungsprozesse“ und entsprechenden IT-Aktien passen, um ein Gegengewicht zu den dividendenstarken Titeln zu schaffen, die zuletzt eine Outperformance erzielten.
- **Ausgewählte Hedgefonds** können die Portfoliorendite stabilisieren und bilden eine Absicherung gegen höhere Anleiherenditen.
- **Immobilien** bieten Erträge und die Möglichkeit, an der sich ausbreitenden Erholung teilzuhaben.
- **Schwellenmarktwährungen** profitieren unter Umständen von der Erholung des Welthandels. Der USD wertet in Erwartung eines Aufschwungs in den USA bereits auf.





# Widerstreitende Kräfte kämpfen um die Oberhand

... aber ein positives Ergebnis ist wahrscheinlich

**Die globalen Konjunkturaussichten für 2013 und darüber hinaus hängen von einer Reihe von starken, aber entgegengesetzten Faktoren ab. Dies birgt ein gewisses Risiko. Wir sind aber davon überzeugt, dass sich die Weltwirtschaft dieses Jahr gut entwickelt.**

Positiv ist, dass die amerikanischen Unternehmen mit der Sanierung ihrer Bilanzen gut vorankommen und auch Privathaushalte und Banken ihre finanzielle Position gestärkt haben. Die Banken haben wohl den größten Teil der Entschuldung hinter sich. Sie sind jetzt in der Lage, die Konditionen für Kredite etwas zu lockern, wenn es das wirtschaftliche Umfeld erlaubt. Die Privathaushalte haben ihre Finanzlage durch Schuldentilgung, Insolvenzen und steigende Kurse ihrer Vermögenswerte verbessert. Sie scheinen ihre Ausgaben dem Einkommenszuwachs anzupassen. Der US-Immobilienmarkt legt klar zu und dürfte in den kommenden Quartalen einen wichtigen Beitrag zur konjunkturellen Erholung leisten. Und die amerikanischen Unternehmen scheinen in jüngster Zeit wieder eher bereit, ihre Investitionen zu steigern.

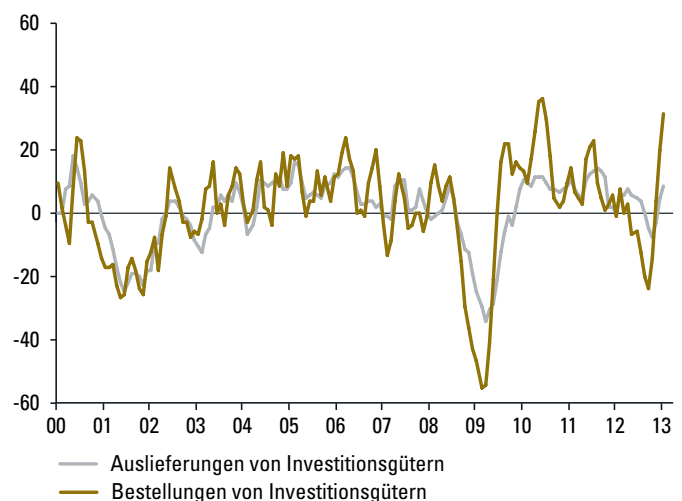
Ein weiterer positiver Faktor ist die Reaktion von Europas Finanzmärkten auf die Reform der Steuerungsstrukturen der Eurozone, die Fortschritte bei den strukturellen Reformen, die Haushaltsanpassungen und das Versprechen von EZB-Präsident Mario Draghi vom vergangenen Juli, alles Nötige für die Rettung des Euros zu tun. Dies hat die Spannung aus den Finanzmärkten genommen und dürfte eine Positivspirale in Gang setzen: Niedrigere Fremdfinanzierungskosten fördern das Wachstum, und dies macht wiederum den weiteren Anpassungsprozess weniger schmerzlich. Darüber hinaus dürfte die sinkende Inflation in Europa die reale Kaufkraft dieses Jahr stützen. Obwohl viele im vergangenen Jahr eine harte Landung der chinesischen Konjunktur befürchtet hatten, hat sich diese Angst nicht bewahrheitet. Die Schwellenländer dürften dieses Jahr eine stabile oder leicht positive Konjunktorentwicklung erleben. Nach fünf Krisenjahren mit einem weltweit unter dem Trend liegenden Wachstum dürfte sich ausreichend Nachfrage aufgestaut haben, dass es demnächst zu einer positiven Überraschung beim globalen Wachstum kommt.

Einige prominente negative Faktoren bleiben allerdings. Erstens dürften in den USA die politische Pattsituation und die erheblichen staatlichen Sparmaßnahmen das dortige Wirtschaftswachstum drosseln und vielleicht sogar dem Vertrauen schaden. Zweitens ist die Eurokrise alles andere als ausgestanden. Anpassungsmüdigkeit und politische Unsicherheiten können jederzeit Turbulenzen auslösen. Wenn sich die Rohstoffpreise weniger gut entwickeln als erwartet, könnte dies die Schwellenländer treffen.

## Unter dem Strich positiv

Insgesamt überwiegen die positiven Faktoren in unseren Augen die negativen - insbesondere, da die Zentralbanken im Notfall einschreiten. Wir glauben, dass sich die weltweite konjunkturelle Erholung allmählich ausweiten wird und der Investitionsgütersektor dieses Jahr endlich auch jenseits der USA durchstarten kann (siehe Chart). Dies bereitet dann den Boden für ein noch überzeugenderes Wachstum im nächsten Jahr.

**Bestellungen und Auslieferungen von US-Investitionsgütern in % im Jahresvergleich**



Quelle: ABN AMRO Group Economics

# Wirtschaftlicher Umbruch in China

Nach dem spektakulären Wachstum der vergangenen Jahrzehnte braucht Chinas Wirtschaft wieder ein ausgewogeneres Fundament

Mit rund 5 % wuchsen die Schwellenmärkte 2012 erneut stärker als die Industrieländer. Bei den meisten ließ das Wachstum allerdings im Lauf des Jahres nach, weil die globale Schwäche auf die Auslandsnachfrage drückte. In den asiatischen Schwellenmärkten erreichte das BIP-Wachstum 2010 und 2011 nahezu 9 %, 2012 fiel es aber auf rund 6,5 %. In China wurde vergangenes Jahr sogar eine harte Landung befürchtet, auch wenn es dem Land letztlich gelungen ist, 2012 trotz der globalen Verlangsamung mit respektablen 7,8 % Wachstum abzuschließen.

## Stabilisierung des Wirtschaftswachstums

China, das Land mit dem weltweit zweitgrößten BIP, löste im Dezember 2012 die USA als weltweit führende Handelsnation ab und bleibt der größte ausländische Gläubiger der USA. Doch Chinas Politiker wollen zu Recht den Binnenkonsum ankurbeln und die Abhängigkeit von Investitionen und Exporten senken. Deshalb konzentrieren sie sich darauf, die Wirtschaft wieder auf ein ausgewogenes Fundament zu stellen. Dabei dürften sie versuchen, das Wachstum zu stabilisieren, statt weiter zu steigern. Der Konsum ist mit nur 35 % des BIP (siehe Chart) so gering wie nirgendwo sonst in Asien. Dies liegt zum Teil an den bis vor kurzem extrem hohen Investitionen. Der Übergang vom Wirtschaftswunder zu einem neuen Normalzustand ist schwierig und wird nicht über Nacht geschehen.

China hat 2011 seinen 12. Fünf-Jahres-Plan vorgestellt, der die ersten Schritte beschreibt. Um den Konsum anzukurbeln, müssen Reformen dafür sorgen, dass die Ersparnisse der Haushalte freigesetzt werden und das Einkommen steigt. Dazu gehören ein besserer Zugang zu Finanzdienstleistungen, eine bessere soziale Absicherung und eine Erhöhung der Einlagenzinssätze, die bislang künstlich niedrig gehalten wurden. Gleichzeitig müssen kommunale und soziale Reformen beschleunigt und als Vorstufe einer Internationalisierung des Yuan weitere Schritte zur Liberalisierung von Kapitalströmen unternommen werden.

## Jenseits des Fünf-Jahres-Plans

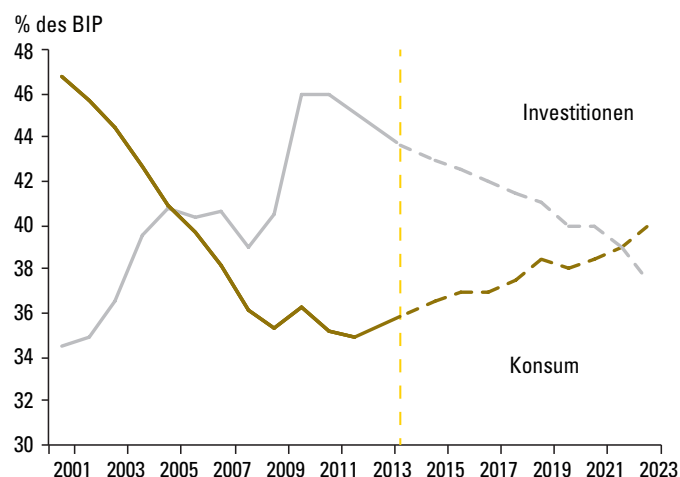
Vergangenes Jahr gab es bereits erste Anzeichen für eine Stärkung des Konsums: Während der Abkühlung hat die Regierung nur begrenzt mit Konjunkturprogrammen eingegriffen - anders als 2009 und 2010, als die Regierung eine Investitionswelle ausgelöst hat, um den Aufschwung zu stützen. Dieses Mal wurden zumeist nur Investitionen

vorgezogen, und die expansiven Maßnahmen hielten sich eher in Grenzen, während der Immobilienmarkt gleichzeitig immer strengeren Regeln unterworfen wurde. Fortschritte machte China auch bei der Zinsliberalisierung. Hier rechnen wir dieses Jahr mit weiteren Schritten.

Die kommunalen Reformen, einschließlich eines Erfassungssystems für Migranten, sind wesentlich für die Stärkung des Konsums, stecken aber noch in der Planungsphase. Ein Plan zur Einkommensumverteilung vom Februar dieses Jahres sieht grundlegende Maßnahmen vor, um die Ungleichheiten beim Einkommen zu verringern. Die Ausgestaltung ist aber größtenteils noch vage.

Unserer Ansicht nach ist die Regierung aber auf dem richtigen Weg, um die Binnennachfrage anzukurbeln und in den kommenden beiden Jahren ein nachhaltigeres BIP-Wachstum von durchschnittlich 8 % zu erzielen. Eine Reihe von anderen asiatischen Volkswirtschaften haben den Übergang von investitions- zu konsumgetriebenem Wachstum bereits erfolgreich gemeistert, darunter Singapur, Südkorea und Taiwan. Angesichts der Erfahrungen dieser Länder halten wir die strukturellen Reformen und das schrittweise Vorgehen der Chinesen für die richtige Strategie bei diesem langfristigen Unterfangen.

## Neuausrichtung von Chinas Wirtschaftsmodell



Quelle: Thomson Reuters Datastream, ABN AMRO

# Notenbanken noch nicht bereit zum Ausstieg

Erfolg hängt vom richtigen Timing ab

## Anflüge von Ausstiegsmelancholie an den Finanzmärkten

Die Geldpolitik in den Industrieländern ist extrem expansiv. Die Leitzinsen liegen praktisch bei null, und die Notenbanken haben ihre Bilanzen aggressiv verlängert. Eine der zentralen Methoden zur Konjunkturförderung ist die Unterstützung der Kapitalmärkte. Kaufprogramme haben dazu beigetragen, die langfristigen Zinsen auf historisch niedrige Niveaus zu drücken und gleichzeitig die Preise für risikobehaftete Vermögenswerte in die Höhe zu treiben. Jetzt, da sich die wirtschaftlichen Aussichten aufhellen, sind an den Finanzmärkten erste Anflüge einer Ausstiegsmelancholie zu spüren. Das heißt, die Marktteilnehmer befürchten, dass ihnen die geldpolitische Krücke bald weggenommen wird.

## Wessen demokratisches Defizit?

Die Federal Reserve ist keine Demokratie. Die Veröffentlichung des Protokolls der Januar-Sitzung des Offenmarktausschusses (FOMC) sorgte vergangenen Monat an den Märkten für Unruhe. Die Investoren interpretierten die Diskussion dahingehend, dass die Fed bald das Tempo ihres Kaufprogramms drosselt (einige Ausschussmitglieder gaben bei der Sitzung entsprechende Kommentare ab). Doch der FOMC ist keine Demokratie. Die treibende Kraft hinter allen Entscheidungen ist letztlich Fed-Chef Ben Bernanke und der will die expansive Geldpolitik beibehalten. Das hat er jüngst vor dem amerikanischen Kongress erneut betont. Diese Strategie ist auch sinnvoll, denn angesichts der bisher unternommenen Maßnahmen wäre es für die Notenbank unlogisch, den Aufschwung in der aktuellen Phase aufs Spiel zu setzen.

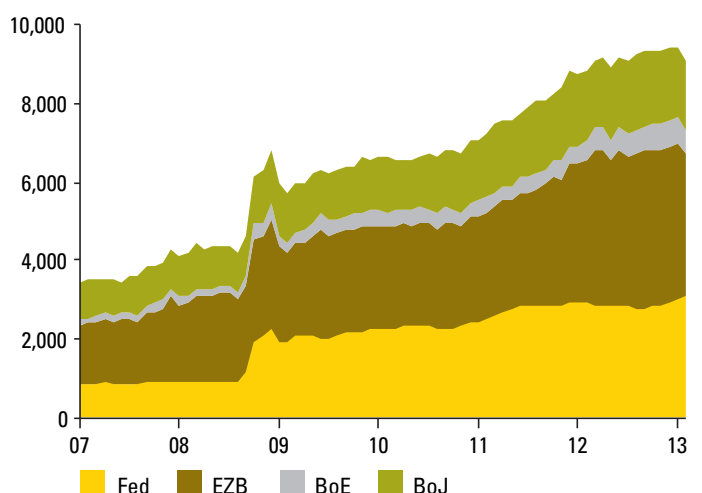
## Inflation der Eurozone dürfte weiter sinken

Auch über eine politische Kehrtwende der EZB ist an den Märkten in letzter Zeit spekuliert worden. Die kurzfristigen Zinserwartungen sind gestiegen, und sogar eine Anhebung der Leitzinsen wurde kolportiert. Dieses Gerücht hat sich aber als unbegründet erwiesen. Die Inflation dürfte deutlich unter die Preisstabilitätsgrenze der EZB fallen, und die Notenbank will den Aufschwung nicht gefährden. Deshalb dürfte die expansive Geldpolitik weitergehen. In Großbritannien erwägt die Bank of England angesichts des Risikos, in eine Rezession zurückzufallen, zusätzliche Konjunkturmaßnahmen. In Japan ist nach dem Führungswechsel bei der Bank of Japan eine deutliche Lockerung der Geldpolitik zu erwarten, um damit die Deflation umzukehren.

## Ausstieg, wenn es nicht mehr weh tut

Keine der großen Zentralbanken will derzeit ihre expansive Politik aufgeben. Entgegen dem Gerede über Währungskriege verfolgen die Notenbanken eher ihre inländischen politischen Ziele, als ihre Währungen abzuwerten. Natürlich werden diese Ziele irgendwann einen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik rechtfertigen. Den Anfang dürfte die Fed machen. Wir rechnen damit, dass sie ihr Kaufprogramm Anfang des nächsten Jahres zurückschraubt. Bis Herbst 2014 dürfte die Arbeitslosigkeit unter die Fed-Zielmarke von 6,5 % gefallen sein, und das könnte Anfang 2015 die ersten Zinserhöhungen auslösen. Die EZB dürfte die Zinsen dieses und nächstes Jahr unverändert lassen. Anfang 2015 laufen aber die 3-jährigen LTRO-Kredite aus, die den Großteil der jüngsten Bilanzverlängerung ausmachen. 2015 könnte also das Jahr sein, in dem wir erste Schritte in Richtung Ausstieg sehen – abgesehen von Japan. Das Gute daran ist aber: Wenn die Zentralbanken über ein Ende der expansiven Geldpolitik nachdenken, geschieht dies vermutlich wegen der verbesserten wirtschaftlichen Wachstumsaussichten.

Kumulative Bilanzverlängerung der großen Notenbanken in Mrd. USD



Quelle: ABN AMRO Group Economics und Thomson Reuters Datastream

# Aktien – Marktausblick

Den richtigen Weg finden

Research & Strategy

Sybre Brouwer – Global Head Equity Research

Die gute Nachricht für Aktienanleger ist, dass die systemischen Risiken deutlich zurückgegangen sind, vor allem in Europa, wo die EZB-Politik geholfen hat. Das bedeutet, dass die Aktienpositionierung dieses Jahr stärker von klassischen zyklischen Risiken bestimmt wird als von der extremen Unsicherheit der vergangenen Jahre. Die Anleger sollten die neue Welt der Aktien wiederentdecken und ihre Übergewichtung beibehalten – trotz der Risiken, die zwischendurch die Marktstimmung trüben können.

## Gewinne und Bewertungen sprechen für Aktieninvestitionen

2012 blieb das BIP-Wachstum unter dem Trend und führte zu einer Stagnation des Gewinnwachstums. Das war für die Märkte aber keine Überraschung, denn die Gewinnerwartungen waren bereits deutlich nach unten korrigiert worden. In den USA lagen die Gewinne für das vierte Quartal 2012 insgesamt sogar rund 5 % über den Erwartungen. Unserer Meinung nach ist die schwache Gewinndynamik im ersten Quartal 2013 bereits weitgehend eingepreist. Da wir davon ausgehen, dass sich die Weltwirtschaft im Lauf des Jahres erholt, rechnen wir für das zweite Halbjahr 2013 mit einer positiven Entwicklung der Unternehmensgewinne.

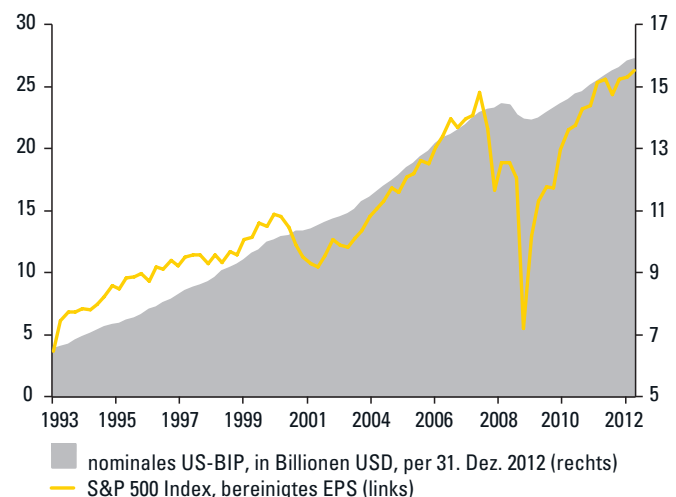
Die Aktienbewertungen sind nach wie vor attraktiv, und die Liquidität ist hoch, während das Renditepotenzial bei festverzinslichen Anlageformen schrumpft. Die Risikoaufschläge bei Aktien im Vergleich zu Geldmarktanlagen und sicheren Staatsanleihen bleiben mit über 5 % auf historisch hohem Niveau. Absolut betrachtet entsprechen die Gewinnkennzahlen dem historischen Durchschnitt.

## Zyklisches Risiko beibehalten

Die niedrigere Bewertung von europäischen Aktien wurde zum Teil wieder aufgeholt. Daher haben wir unsere aktive Übergewichtung Europas gegenüber einer Untergewichtung der US-Märkte nahezu geschlossen. Wo wir unsere

Übergewichtung beibehalten, sind Schwellenmärkte. Darauf gehen wir auf der nächsten Seite näher ein. Aus Sektorsicht bleiben wir bei unserem zyklischen Ansatz mit einer Übergewichtung von Industrierwerten. Dies passt gut zu unserem Schwerpunkt „Meister der Fertigung 2.0 – Optimierung der Fertigungsprozesse“. Er ist eine Weiterentwicklung des Themas, das wir im vergangenen Quartal eingeführt haben. Als defensives Element behalten wir eine Übergewichtung des Gesundheitssektors bei, der sich selbst in einem starken Aktienmarktumfeld nach wie vor gut entwickelt. In klassisch defensiven Sektoren wie Telekommunikation und Energieversorgern bleiben wir untergewichtet, den nicht zyklischen Konsum haben wir auf eine neutrale Gewichtung hochgestuft. Der Energiesektor wurde aufgrund von strukturellen Veränderungen beim Ölangebot vor kurzem auf neutral heruntergestuft.

Gewinn je Aktie & nominales BIP USA



Quelle: Bloomberg

Anlageklasse	Fundamentale Beurteilung	Empfehlungen
<b>Aktien:</b> Übergewichten	<p>Konjunkturelle Erholung in den USA stützt das globale Wachstum und die Ergebnisse im zweiten Halbjahr 2013</p> <p>Neuerliche Steigerung der Gewinne in Asien erwartet, vor allem in China und anderen Schwellenmärkten</p> <p>Megatrends stützen die Stärke der Bilanzen und schaffen die Voraussetzung, dass Unternehmen mit Investitionen die Profitabilität verbessern</p>	<p>Große Industrierwerte in den USA und EU; mittelgroße Zulieferer</p> <p>Schwellenmarktengagement, direkt oder indirekt</p> <p>Hocheffiziente Unternehmen mit wettbewerbsfähiger Kostenbasis auswählen, siehe Themenblock „Meister der Fertigung“. Ausgewählte IT-Unternehmen, die den Fertigungsprozess unterstützen</p>



# Aktien – asiatische Schwellenmärkte

**Research & Strategy**  
Daphne Roth – Head Equities Asia

Zyklische Chancen

Aktien aus Schwellenmärkten bieten eine Reihe von Chancen. Diese spiegeln die Fähigkeit einiger, vor allem asiatischer, Schwellenländer, wettbewerbsfähig zu bleiben, die Produktivität zu steigern und gleichzeitig wirtschaftliche und gesellschaftliche Reformen umzusetzen. Dies geschieht mit Maßnahmen, die den Überschüssen des Kreditzyklus entgegenwirken.

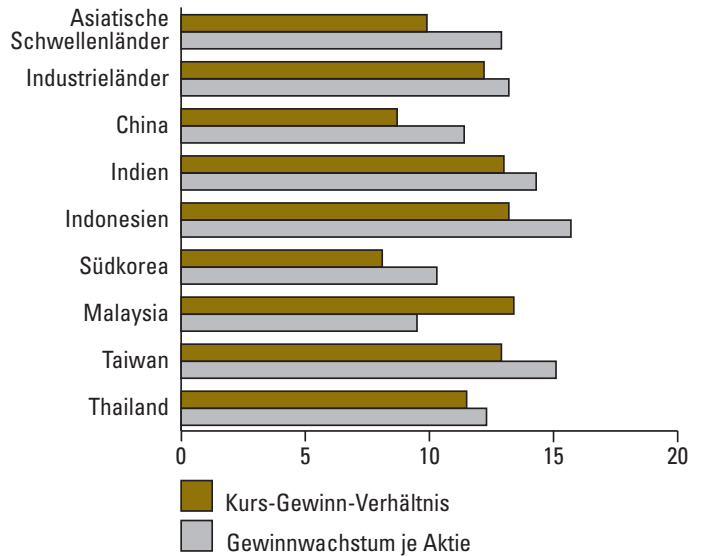
Mittelfristig besser werdende konjunkturelle Rahmenbedingungen in den USA und die Neuausrichtung der Wirtschaft in China können einen zyklischen Aufschwung für asiatische Exporteure unterstützen und bei diesen Unternehmen Wachstum und Gewinne ankurbeln.

Niedrige Zinsen und reichlich Liquidität unterstützen die nötige Finanzierung für Infrastrukturprojekte und Unternehmen. Ein Teil dieser Liquidität ist in den chinesischen Markt für Premiumimmobilien geflossen. Der strenge Kurs der Behörden bei Fiskalpolitik und Kreditmechanismus könnte die Risikoneigung China's drosseln und ähnliche Bewegungen in anderen Schwellenländern auslösen.

Trotzdem sind die Risikoaufschläge bei Aktien gesunken, vor allem aufgrund der sinkenden systemischen Risiken (Tail Risks) und eines besser werdenden Wachstumsumfelds. Der Rückgang der Schuldzinsen hat den Zinsaufwand gesenkt, einen Puffer gegen höhere Betriebskosten geschaffen und zum Rückgang der Risikoaufschläge beigetragen.

Die Unternehmensrentabilität ist in den Schwellenmärkten in den vergangenen 18 Monaten gesunken. Sie dürfte mit den globalen Aufschwung wieder anziehen. Daher gehen die Gewinnwarnungen zurück, und die Gewinnentwicklung dürfte dieses Jahr an Dynamik gewinnen. Die beiden größten Sektoren in Asien – Finanzen und IT – stehen kurz vor positiven Gewinnrevisionen.

## Nachholbedarf für Schwellenmärkte



Quelle: Bloomberg

Ein schwächerer japanischer Yen (JPY) könnte unter den Schwellenmarktwährungen einen Abwertungswettlauf in Gang setzen. Wir gehen aber davon aus, dass Schwellenländer nur dann umfangreiche Maßnahmen ergreifen, wenn sich die Abwertung des JPY ernsthaft auf ihre Exporte auswirkt.

Asiens Schwellenmärkte werden mit einem Abschlag gegenüber den Industrienationen gehandelt (siehe Chart). Unterdessen bleibt die Politik ein Risiko für die Märkte und indirekt für die Gewinne 2013 und 2014, denn politische Führungswechsel werden sich 2013 und darüber hinaus auf die wirtschaftliche Entwicklung auswirken.

Region	Fundamentale Beurteilung	Empfehlungen
Asiatische Schwellenmärkte	<p>Globales Wachstum normalisiert sich, die Risikoaufschläge sinken – daher dürften sich Gewinne und Cashflows verbessern</p> <p>Verfrühte restriktive Politik in China könnte kurzfristig zu höherer Unsicherheit führen</p> <p>Wachstum des Aktiengewinns in Asien dürfte 2013 bei 12,9 % liegen. China und Südkorea werden mit hohem Bewertungsabschlag gehandelt (mit dem 8,7-fachen bzw. 8,1-fachen des Gewinns von 2013).</p>	<p>Übergewichtung in asiatischen Schwellenmärkten Auf Standard- und Wachstumswerte in China setzen</p> <p>Auf Qualität und defensive Titel in Thailand und Indonesien setzen.</p> <p>Taiwan ist jetzt neutral eingestuft, eignet sich für Konzentration auf Erholung der Weltwirtschaft und geringere politische Unsicherheit</p> <p>Malaysia und Indien wurden von einer neutralen auf eine Untergewichtung herabgestuft</p>

# Aktienschwerpunkt – Aktualisierung Megatrends

Als Weiterentwicklung von „Meister der Fertigung“ passt das neue Thema sehr gut zu unserem aktuellen Themenspektrum. Je weiter die globale Industrialisierung voranschreitet und die Schwellenmärkte (insbesondere China) die Wertschöpfungskette nach oben klettern und

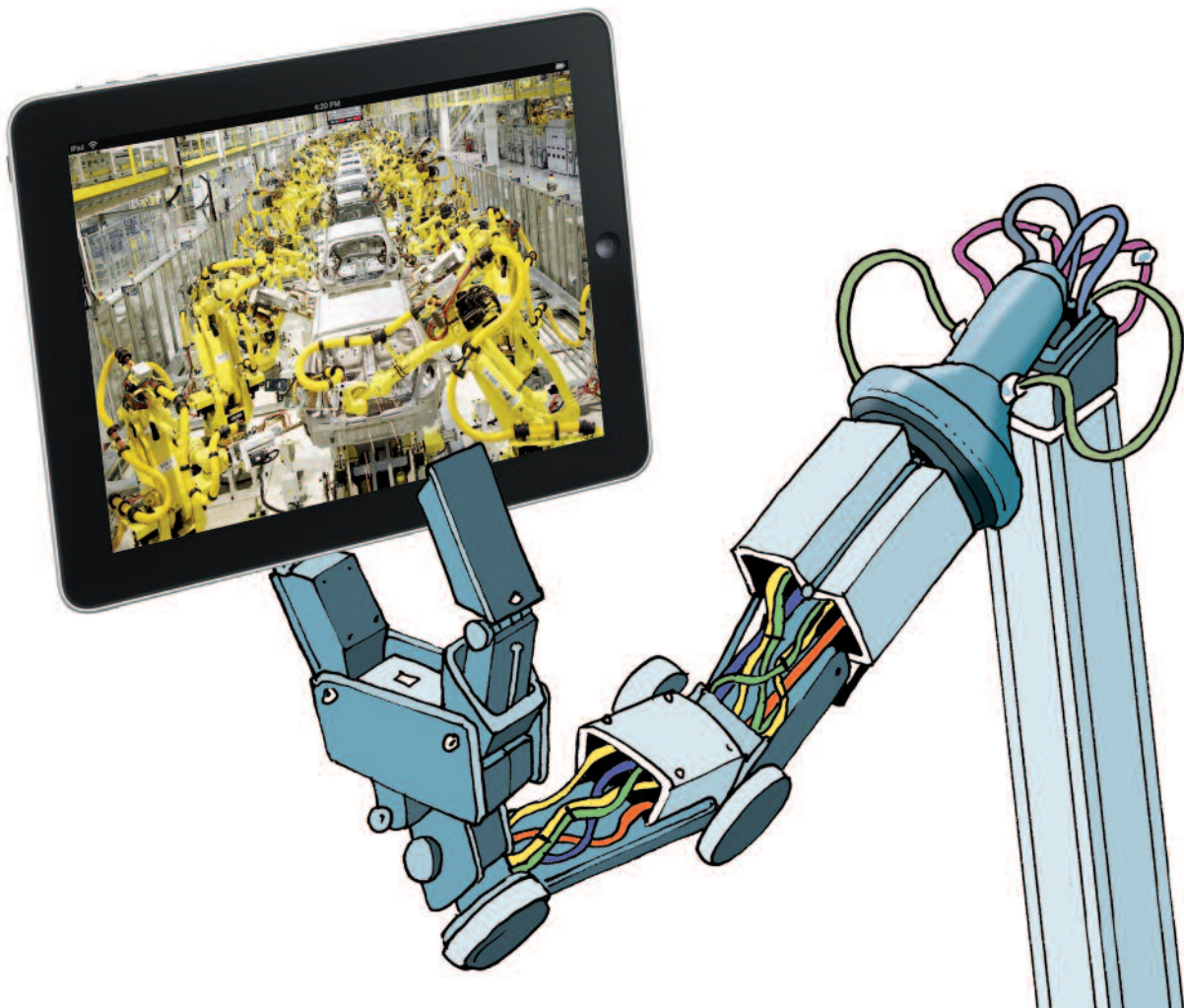
höhere Löhne bezahlt werden müssen, desto wichtiger werden Automatisierung, Qualitätskontrolle und ein effizienter Produktionsprozess als Investitionsbereiche für Unternehmen.

Thema	Aufnahme	Investment case	Key components	Current theme recommendation
<b>New age of services</b>	3Q08	Mit dem wachsenden Welthandel steigt der Bedarf an Transport- und Lagerkapazitäten und an Möglichkeiten der Warenprüfung	Vopak, SGS, Intertek, Burlington Northern (übernommen von Berkshire Hathaway)	Kaufen
<b>Groß ist schön</b>	4Q09	Die Anleger konzentrieren sich auf große Unternehmen, die in Schwellenmärkten expandieren und so zu echten Global Players werden können	Samsung Electr., HSBC, Roche, Oracle, Coca-Cola, LVMH, Caterpillar, Walmart	Kaufen
<b>Gut versorgt</b>	2Q10	Steigende und neue Bedürfnisse der Verbraucher in den Schwellenländern, die sich die Maslow'sche Bedürfnispyramide emporarbeiten	Samsung Electr., Adidas, Genting B., Mead Johnson, Heineken, Prudential, Intertek	Unbedingt kaufen
<b>Europäische Perlen</b>	3Q10	Weltweit wächst eine neue Mittelschicht heran und fragt die Kompetenz und Marken großer europäischer Konzerne nach, auch dank des starken USD	BASF, DSM, Daimler, Fresenius, L'Oréal, Intertek, Sanofi, Siemens	Kaufen
<b>Qualität im Fokus</b>	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 Veritas, Thermo Fisher, Symrise, Vopak, Fresenius, DSM, Keppel Corp.	Kaufen
<b>Fusionen &amp; Übernahmen</b>	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	Kaufen
<b>Preismacht</b>	3Q11	Im Zeitalter 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, Nestlé, Reckitt Benckiser, Starbucks	Kaufen
<b>Dividenden mit Qualität</b>	4Q11	Angesichts der hohen Unsicherheit an den Märkten und des schwachen Zinsniveaus setzen Anleger auf Aktien mit hohen Dividenden, um eine stabile Rendite zu erwirtschaften	BASF, DSM, Philip Morris, Royal Dutch, Roche, AT&T, Nestlé, Bristol Myers, SingTel, Vodafone	Kaufen
<b>Aufs Gas treten</b>	2Q12	Die Schiefergasrevolution in den USA wird einige Unternehmen tiefgreifend verändern	Dow Chemical, BASF, LyondellBasell, Intl. Paper, Kinder Morgan	Unbedingt kaufen
<b>Biologische Lösungen</b>	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, DSM, Gilead, Mosaic, Roche, Sanofi, Syngenta	Unbedingt kaufen
<b>Meister der Fertigung</b>	1Q13	Investitionen in Produktionsautomatisierung erforderlich: Wer im globalen Markt wettbewerbsfähig bleiben will, muss Produktivitätsdefizite aufholen	ABB, Siemens, BASF, GE, BMW, Bureau Veritas, EMC, Hyundai, Intertek, Michelin, Qualcomm, Samsung, Schneider	Unbedingt kaufen

# Aktienschwerpunkt – Optimierung der Fertigungsprozesse

Im vorherigen Quartalsausblick haben wir mit „Meister der Fertigung“ unsere Sicht zum zunehmenden Automatisierungstrend angesichts der aufgestockten Investitionen von Unternehmen in den Schwellen- und Industrieländern dargelegt. Der Zeitpunkt scheint günstig für diesen Investmentansatz: Während in den USA, in Deutschland und in China ein zyklischer Aufschwung stattfindet, müssen die Hersteller in den Schwellenmärkten ihre teurer werdenden Arbeitskräfte durch massive Investitionen in Roboter und Maschinen ersetzen. Und zwar dringend. Das Produktivitätsdefizit gegenüber den Industrieländern ist groß und könnte die Wettbewerbsfähigkeit der Schwellenmärkte mindern. Zu den unter „Meister der Fertigung I“ erläuterten Investitionen in Hardware wie Roboter, Elektronik und Maschinen, kommen nun ergänzend der deutsche

Werkzeugmaschinenbauer Gildemeister und der globale Elektronikgigant General Electric. Natürlich müssen auch Software und Systeme berücksichtigt werden. Hier sind vor allem Entwickler von Designsoftware (CAD) und Fertigungssystemen (CAM) gefragt, aber auch die Hersteller von führenden Programmen zur Optimierung von Geschäftsprozessen, wie Oracle, werden stark nachgefragt. Information und Kommunikation laufen heute zunehmend über mobile Geräte wie Tablet-Computer und Smartphones ab, zum Beispiel über Geräte von Apple, die wiederum Netze von Cisco nutzen. Die neue Chipgeneration dieser Geräte wird in Zusammenarbeit mit dem führenden Chiphersteller ASML aus den Niederlanden entwickelt. Wir nehmen Volkswagen in unsere Liste auf, weil der Wolfsburger Konzern stark auf Automatisierung setzt und erheblich davon profitiert.





# Anleihen – Marktausblick

Steigende langfristige Benchmark-Renditen verheißen düstere Zukunft für Anleihen

Research & Strategy

Stephen Evans – Global Head Bonds

Die Politik von Fed und EZB, den Markt mit Liquidität zu fluten und die Leitzinsen niedrig zu halten, muss irgendwann enden. Die historischen Tiefs der Staatsanleiherenditen haben zu einer starken Performance von Anleiheportfolios geführt. Außerdem hat die negative Realverzinsung viele Anleiheinvestoren veranlasst, auf der Suche nach höheren Renditen die Duration ihrer Portfolios zu verlängern. Doch in den vergangenen Monaten ging der Trend bei den Renditen auf lang laufende Titel nach oben, mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Kurse (siehe Chart).

Die Zentralbanken dürften die kurzfristigen Zinsen 2013 zwar weiter niedrig lassen, doch die Renditen auf lang laufende Staatsanleihen sind vom Markt und weniger von der Geldpolitik getrieben. Die Märkte nehmen geldpolitische Änderungen vorweg, was zu einer Verkaufswelle und damit zu höheren Renditen auf Benchmark-Anleihen führen wird. Bei amerikanischen Treasuries dürfte diese Entwicklung zuerst eintreten, haben sich die Wachstumsaussichten in den USA doch in letzter Zeit verbessert. Die Daten der vergangenen sechs Monate deuten darauf hin, dass der Prozess bereits begonnen hat.

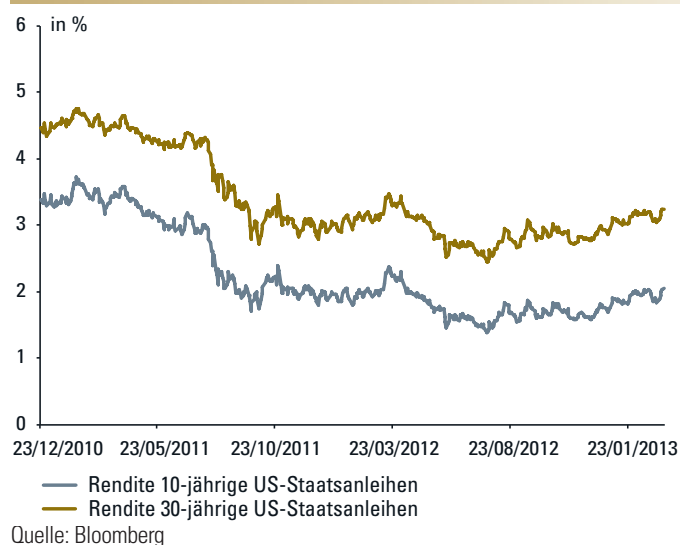
## Kurze Duration als Defensivstrategie

Damit die Investoren nicht mit ansehen müssen, wie ihre Kursgewinne der vergangenen beiden Jahre nach und nach durch steigende Anleihezinsen zunichte gemacht werden, empfehlen wir, dass sie bei längeren Laufzeiten Gewinne mitnehmen und die Duration ihrer Anleiheportfolios auf fünf Jahre oder weniger verkürzen. Wann genau die Renditen steigen, weiß niemand. Aber dass sie steigen, ist sicher.

Die Risikoaufschläge wirken gemessen am historischen Durchschnitt zwar noch relativ großzügig, aber die tatsächlichen Renditen sind aufgrund der extrem niedrigen Benchmark-Renditen gering.

Dieses Niedrigzinsumfeld bietet kaum noch Aufwärtspotenzial für langlaufende Anleihen. Ein weiteres Absinken der Renditen ist unwahrscheinlich. Aber das Verlustrisiko ist beachtlich, aufgrund der Kursverluste bei steigenden Renditen am langen Ende. Wir raten den Anlegern dringend, ihre Duration möglichst schnell zu verkürzen.

**Der Leuchtturm signalisiert Gefahr:  
Renditen auf 10- und 30-jährige US-Treasuries**



Anlageklasse: Untergewichten	Fundamentale Beurteilung	Triebfedern	Unsere Empfehlungen
<b>Staatsanleihen:</b> <b>Untergewichten</b>	Historisch niedrige Zinsen bescheren den Investoren niedrige Renditen	Staatsanleihen der Kernländer weisen negative Realverzinsung auf	Chancen bei Peripherie-Staatsanleihen (Spanien und Italien) nutzen, um Rendite zu steigern
<b>Konzerne:</b> <b>Übergewichten</b>	US-Staatsanleihen mit langen Laufzeiten werden die ersten sein, die verkauft werden  Niedrige Verschuldung und hohe Liquidität sorgen für starke Unternehmensbilanzen  Eine allmähliche Rückkehr zu globalem Wachstum stützt die fundamentalen Daten für Unternehmensanleihen	Investoren, die steigende Renditen befürchten, könnten Positionen auflösen  Zahlungsausfälle der Unternehmen fallen auf einen zyklischen Tiefstwert  Rating-Verbesserungen in Schwellenländern werden eine Outperformance von Schwellenmarktanleihen fördern	Duration der Anleiheportfolios verkürzen durch Ausstieg aus länger laufenden Titeln und Verkauf lang laufender Investmentgrade-Anleihen  Globale Hochzinstitel und ausgewählte Unternehmensanleihen aus Schwellenländern kaufen

# Anleihen – Portfoliostruktur

Aus dem Niedrigzinsumfeld das Beste machen

## Research & Strategy

Roel Barnhoorn – Head Bond Theme Research  
Stephen Evans – Global Head Bonds

### Gefahr bei niedrigen Anleiherenditen

Bei sehr niedrigen Renditen sind Anleiheinvestitionen gefährlich. Da hochwertige Staatsanleihen so niedrig rentieren wie nie zuvor, empfiehlt sich eine Untergewichtung von Anleihen. Viele Anleger sind versucht, ihre Rendite durch Investitionen in länger laufende Titel aufzubessern. Doch während diese Strategie in den vergangenen zwei Jahren funktioniert hat, besteht nun die Gefahr einer Umkehr, denn die Zinsen auf langfristige Benchmark-Anleihen beginnen zu steigen. Wir verfolgen daher die Strategie, die durchschnittliche Duration kurz zu halten und auf der Suche nach Rendite lieber kalkulierte Kreditrisiken am kürzeren Ende der Zinskurve einzugehen. Eine wohl überlegte Mischung aus hochwertigen Investmentgrade-Titeln, Unternehmensanleihen mit BBB-Rating und einzelnen Hochzinstiteln in Industrie- und Schwellenländern halten wir für den besten Weg.

### Chancen bei staatlichen Peripherieanleihen suchen

Die EZB hat 2012 mit ihrer klaren Zusage, bei Staatsschuldenkrisen einzugreifen, zu einem Rückgang der Zinsen auf Staatsanleihen von Peripherieländern wie Spanien und Italien beigetragen. Wir sind nach wie vor der Meinung, dass Eurozoneregierungen mit BBB-Rating bessere Renditechancen bieten, und empfehlen Anlegern, in gewissem Umfang in diese Länder zu allokalieren. Außerdem gehen wir weiter davon aus, dass das Wachstum im Großteil der Eurozone schwach bleibt und die wirtschaftliche Erholung in Jahren gemessen werden muss. Dennoch dürften wir die Talsohle der Krise hinter uns haben, und die Risiken eines Auseinanderbrechens der Eurozone sind weitgehend beigelegt.

Wir empfehlen, bei Investmentgrade-Anleihen die Duration zu verkürzen und bei länger laufenden Anleihen Gewinne mitzunehmen. Unternehmensanleihen aus Peripherieländern wie Spanien und Italien bieten bessere Renditechancen, und uns gefallen hier nach wie vor Telekommunikationsunternehmen und Versorger.

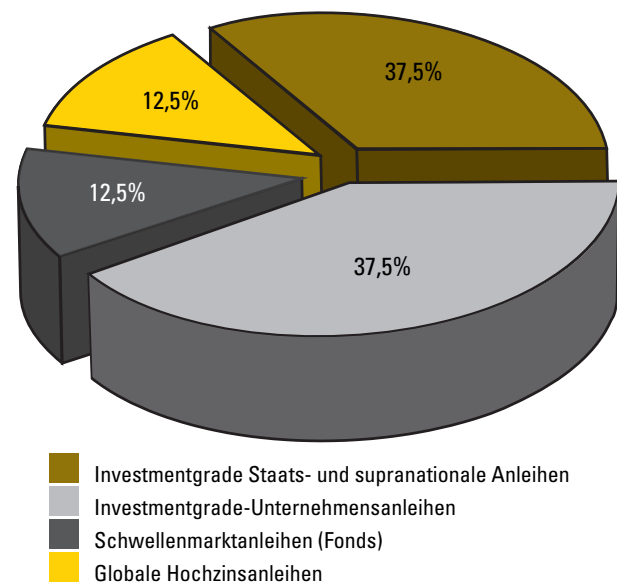
### Wir behalten die Übergewichtung von Kreditrisiken bei

Auf der Suche nach Rendite schauen viele globale Investoren auf das untere Ende der Bonitätsskala, um ihre Portfoliorendite aufzubessern. Der Hochzinsbereich in Industrie- und Schwellenländern bietet zwar deutlich bessere Renditen als das Investmentgrade-Segment. Aber dort war der Renditerückgang besonders stark: Die Zinsen auf Anleihen mit kürzerer Laufzeit sind gesunken, und viele neu emittierte Titel haben längere Laufzeiten. Auch wenn

Hochzinsanleihen traditionell bei Änderungen der Benchmark-Renditen weniger anfällig sind als Investmentgrade-Anleihen, raten wir zu Vorsicht beim Erhöhen der Duration im Hochzinsbereich. Uns gefallen besonders asiatische Unternehmenstitel, weil sie ein attraktives Risiko-Chancen-Verhältnis bieten, und, etwas selektiver, Unternehmensanleihen aus einigen lateinamerikanischen Ländern. In beiden Regionen ist das Wirtschaftswachstum nach wie vor stark und die Fundamentaldaten verbessern sich. Während unter den Industrienationen eine Rating-Herabstufung nach der anderen stattgefunden hat, geht der Rating-Trend in den Schwellenländern immer noch nach oben. Dies führt häufig auch zu Ratingverbesserungen von Unternehmen. Unternehmensanleihen aus Schwellenländern bieten bei kurzen Laufzeiten das beste Renditepotenzial.

### Durationempfehlung für das Portfolio: leicht unter Benchmark

### Investmentgrade Staats- und supranationale Anleihen aufbauen, Investmentgrade-Anleihen reduzieren



Quelle: ABN AMRO Private Banking

# Devisen

Wirtschaftliche  
Stärken nutzen

## Group Economics

Georgette Boele – Coordinator FX and Commodity Strategy

### Zuversicht beim US-Dollar

Der Euro verzeichnete zu Jahresbeginn auf breiter Front einen deutlichen Anstieg, der zunächst mit der schwindenden Angst vor einem systemischen Ausfall in der Eurozone und in jüngster Zeit mit der (in unseren Augen unrealistischen) Erwartung höherer kurzfristiger Zinsen zusammen hing. Kommentare der EZB, schwächere Wachstumsziffern aus der Eurozone und die politische Unsicherheit in Italien holten den EUR-USD-Kurs wieder auf den Boden der Tatsachen. Er fiel schnell wieder auf den von uns für Ende März prognostizierten Stand von 1,30 USD.

In den kommenden drei Monaten werden politische, gesellschaftliche und wirtschaftliche Herausforderungen in der Eurozone und die bremsende Wirkung der US-Haushaltskonsolidierung auf das Wachstum in den USA das Währungspaar EUR/USD vermutlich in einer engen Handelsspanne um die Marke von 1,30 halten. Aber im Hintergrund scheint sich die Stimmung für den Dollar zu verändern.

In den vergangenen Jahren war es für den US-Dollar negativ, wenn sich die Stimmung der Investoren aufhellte, aber das scheint nicht mehr der Fall zu sein. Nun, da die Leitzinsen beider Wirtschaftsräume in der Nähe der Null-Marke liegen, greifen die Investoren zu der Währung mit den besseren wirtschaftlichen Aussichten (siehe Chart) und der günstigeren Bewertung. In dieser Hinsicht liegt der Dollar klar vorn, und die Stimmung am Markt könnte sich langsam aber sicher zugunsten der US-Währung drehen. Wir rechnen damit, dass der Dollar im zweiten Halbjahr eine mittelfristige Aufwertung gegenüber dem Euro startet, die sich nächstes Jahr beschleunigen wird, wenn sich die US-Wirtschaftsdaten verbessern und die Chancen auf eine Zinsanhebung der Fed Anfang 2015 steigen.

### Daumen hoch für Schwellenmarktwährungen

Unsere positive Einschätzung von Schwellenmarktwährungen (einschließlich Asien, ohne Japan) für 2013 spiegelt bessere globale Wachstumsaussichten, eine höhere Risikobereitschaft, das Aufholen der Schwellenländer und eine erhebliche Unterbewertung gemessen an den langfristigen Fundamentaldaten. Diese Faktoren dürften in den kommenden Jahren allesamt weiter relevant bleiben. 2014 könnte sich die Lage aber ändern, wenn die Märkte stärker mit einem Ausstieg der Fed aus ihrer extrem expansiven Geldpolitik rechnen. Dies könnte die Aufwertung von Schwellenmarktwährungen gegenüber dem Dollar begrenzen oder sogar umkehren. 2014 dürfte die Weltwirtschaft um 3,9 % wachsen.

### Positive Korrelation zwischen Dollar-Index und Dow Jones



Quelle: Bloomberg, ABN AMRO Bank

Anlageklasse	Fundamentale Beurteilung (Group Economics)	Empfehlungen (ABN AMRO Private Banking)
Währung	<p>Konjunkturdynamik entfaltet sich in den USA</p> <p>Positive Einschätzung von Schwellenmarkt- und asiatischen Währungen mit Ausnahme des JPY für 2013</p>	<p>USD kaufen</p> <p>Favoriten gegenüber EUR: GBP, SEK, BRL, MXN, ZAR</p> <p>Favoriten gegenüber USD: MXN, BRL, ZAR, INR, KRW, TWD bilden die moderate Stärke asiatischer Währungen gut ab</p>



# Prognosen

Das Beste an der Zukunft ist,  
dass sie uns immer einen Tag nach  
dem anderen serviert wird.

Abraham Lincoln

Research & Strategy  
und Group Economics

Unser zentrales Szenario fußt auf der Überzeugung, dass es in den USA und in den asiatischen Entwicklungsländern im zweiten Halbjahr 2013 bergauf geht. Getragen von einer breiten Nachfrage, die letztlich auch die Eurozone und Japan aus dem strukturellen Tief ziehen wird. Das Risiko, über oder unter den Marktprognosen zu liegen, hängt zum Teil davon

ab, wie gut es den großen Volkswirtschaften gelingt, das in der großen Rezession verlorene Wachstum wieder aufzuholen. Eine noch stärkere Rolle wird aber spielen, ob die finanzielle Liquidität und die übermäßigen Ersparnisse von privaten Haushalten und Unternehmen einen Weg zurück in die Realwirtschaft finden.

## Wirtschaftsprognosen (%)

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












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 Group Economics, Consensus Economics, EIU

## Aktienprognosen

	Stand 6. März 2013	Aktive Strategie	Forward KGV 2014
MSCI ACWI	358,4		12,2
S&P 500	1539,8		12,5
Euro Stoxx 50	2695,9		10,0
FTSE-100	6453,5		10,8
Nikkei 225	11932,2		18,0
DAX	7955,0		10,4
CAC 40	3795,4		10,3
AEX	347,9		10,5
Hang Seng Index	22777,8		10,1
Shanghai SE Comp.	2347,2		8,8
Straits Times Index	3291,8		13,6

 = Untergewichten  = Übergewichten  = Neutral

## Zinsen- und Anleihenprognosen (%)

	6. Mär	Jun 2013	Sep 2013	Dez 2013	Mär 2014
<b>United States</b>					
US Fed	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 Monate	0,28	0,30	0,30	0,30	0,30
2 Jahre	0,25	0,25	0,30	0,40	0,50
10 Jahre	1,93	1,90	2,10	2,50	2,70
<b>Deutschland</b>					
EZB Refi	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
3 Monate	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
2 Jahre	0,04	0,18	0,20	0,40	0,60
10 Jahre	1,46	1,60	1,80	2,00	2,20

## Währungsprognosen

Devisenpaar	6. Mär	Jun 2013	Sep 2013	Dez 2013	Mär 2014
EUR/USD	1,30	1,30	1,25	1,20	1,20
GBP/USD	1,51	1,49	1,45	1,41	1,43
EUR/GBP	0,86	0,87	0,86	0,85	0,84
USD/CHF	0,94	0,96	1,00	1,08	1,08
EUR/CHF	1,23	1,25	1,25	1,30	1,30
USD/JPY	93,4	90	92	95	97
EUR/JPY	121,7	117	115	114	116
USD/CAD	1,03	1,00	0,98	0,96	0,96
AUD/USD	1,21	1,03	1,02	1,00	0,98
NZD/USD	0,83	0,83	0,82	0,81	0,80
EUR/NOK	7,43	7,50	7,50	7,50	7,50
EUR/SEK	8,31	8,00	8,00	7,75	7,50

# Hedgefonds

Wieder im Geschäft

## Research & Strategy

Olivier Couvreur – CIO Multimanager Hedge Funds

Erik Keller – Senior Hedge Fund Analyst

### Hedgefonds profitieren von der Normalisierung der Märkte

In einem sich normalisierenden Umfeld können Hedgefonds mit kontrollierter Volatilität wieder Geld für ihre Investoren erwirtschaften. Das Chancenspektrum für die diversen Hedgefondsstrategien ist reichhaltig und Hedgefonds sollten daher in der Lage sein, ohne exzessive Wetten auf die Richtung von Aktien- oder Anleihemärkten gute Renditen zu erwirtschaften. Rückläufige Korrelationen zwischen den Anlageklassen und ein schwaches Wirtschaftswachstum können zu einer Streuung der Renditen zwischen unterschiedlichen Wertpapieren führen. In diesem Umfeld können Hedgefonds, vor allem Long-/Short-Manager, profitieren, indem sie Aktien und Schuldtitel guter Unternehmen kaufen und solche von Unternehmen mit wenig erfolgreichen Geschäftsmodellen oder in rückläufigen Branchen leerverkaufen.

### Renditesteigerung ohne Zinsänderungsrisiko

Anleiheinvestoren sollten diversifizierte Dachfonds und Long-/Short-Rentenfonds in Erwägung ziehen, um ihre Rendite zu steigern und das Zinsänderungsrisiko zu senken. Diese Fonds haben ihre Vorzüge bei der jüngsten Korrektur an den Anleihemärkten bewiesen und dürften sich bei richtungslosen oder fallenden Rentenmärkten auszahlen (siehe Korrelationstabelle). Hypothekarisch besicherte Wertpapiere (MBS), Leveraged Loans, Problemkredite, hybrides (nachrangiges) Bankkapital und marktneutrales Handeln von Schuldtiteln sind zu kompliziert, um von Privatkunden direkt genutzt zu werden. Aber Multistrategie-Dach-Hedgefonds und Long-/Short-Rentenfonds können diese Bereiche nutzen, um ohne Zinsrisiko eine ordentliche Rendite zu erwirtschaften.

### Übergewichtung von Hedgefonds in Portfolios mit überwiegendem Anleiheengagement

Diese Strategie nutzt die Fähigkeit von Hedgefonds, Strategien zu entwickeln, mit denen in seitwärts tendierenden

Märkten Renditen mit niedriger Volatilität generiert werden können. Wenn Investoren in stärker fokussierte Strategien investieren können, empfehlen wir Long-/Short-Fonds mit Fokus auf Anleihe- und Kreditmärkte für defensivere Portfolios und Long-/Short-Aktienfonds für ausgewogene und offensivere Portfolios.

### Hedgefondsstrategien eignen sich zur Diversifikation des Anleiheengagements aufgrund ihrer niedrigen oder negativen Korrelation (siehe Chart):

**Positiv:** Long-/Short-Aktienfonds und Wertvergleichsfonds

**Neutral:** Global-Makro-/CTA-Fonds (Rohstoffhandelsberater)

**Negativ:** ereignisgetriebene Strategien

**Long/Short-Aktien:** Das aktuelle Marktumfeld eignet sich für eine Reihe von Long-/Short-Aktienfonds, einschließlich marktneutrale und Long-/Short-Aktienfonds mit einem variablen Schwerpunkt.

**Wertvergleich (Relative Value):** Long-/Short-Rentenfonds zielen jetzt stärker auf Short-Konzepte. Im Bereich der spezialisierten Credit-Strategien gibt es eine günstige Streuung.

**Makro/CTA:** Diese Strategien könnten Probleme bekommen, wenn den Finanz- und Rohstoffterminkmärkten eine klare und nachhaltige Trenddynamik fehlt. Bei unserer zurückhaltenden Neutral-Einstufung präferieren wir spezialisierte Global-Makro-Manager in den Segmenten Devisen und Zinsmärkte.

**Ereignisgetrieben:** Die angekündigten Fusionen und Übernahmen (M&A) versprechen nur magere Arbitrage-Spreads, und das aufsichtsrechtliche Umfeld für M&A-Transaktionen ist restriktiver geworden. Wir bleiben bei einer Untergewichtung.

Geschätzte Hedgefonds-Korrelationen mit unterschiedlichen Anleihetypen in %

	US Treasuries	Deutsche Staatsanleihen	Britische Staatsanleihen	Spanische Staatsanleihen	Globale Staatsanleihen	US-Unternehmensanleihen	Unternehmensanleihen aus der Eurozone	Globale Unternehmensanleihen
Macro / CTA	9	8	19	1	9	6	6	12
Wertvergleich	-14	14	11	6	2	15	25	30
Event Driven	-29	23	12	18	0	5	35	31
Hedgefonds	-30	24	21	17	3	1	35	30

Quelle: APT-Risikomodell und ABN AMRO

■ -35 < Korrelation < 0 ■ 0 < Korrelation < 35

# Rohstoffe

Neutrale Sicht, aber mit  
kurzfristigen Abwärtsrisiken

## Group Economics

Hans van Cleef – Energy Economist

Georgette Boele – Coordinator FX and Commodity Strategy

### Stabile Rohstoffpreise trotz sich besserndem Makroumfeld

Die Aufwärtsbewegung der globalen Konjunktur verheißt nicht automatisch die Rückkehr des Rohstoff-„Superzyklus“. Dies liegt zum Teil daran, dass die zu erwartende Nachfragesteigerung moderat ausfallen dürfte, da das Wachstum sowohl des globalen BIP als auch des Welthandels unter den historischen Durchschnittswerten liegt. Ein weiterer Faktor ist Chinas schrittweise Umstellung auf ein stärker vom Konsum getriebenes Wachstum, das weniger rohstoffintensiv sein dürfte (siehe Seite 4). Und schließlich wirkt das größere Angebot Preissteigerungen entgegen. Daher dürften die Rohstoffpreise insgesamt relativ stabil bleiben, wobei Edelmetallen, Industriemetallen und Öl auf kurze Sicht eher noch Preisrückgänge drohen. Mittelfristig dürfte es bei Metallen und bei Erdgas aber wieder bergauf gehen.

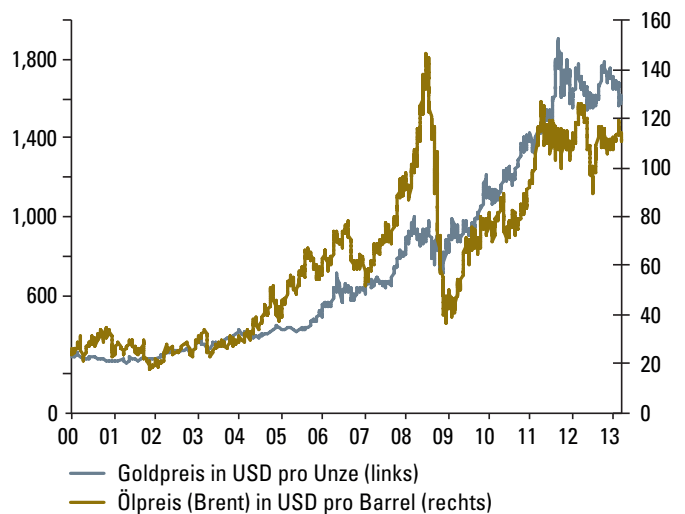
### Weiter sinkende Ölpreise

Wir gehen davon aus, dass Öl langfristig nach unten tendiert, vorausgesetzt, dass ein moderater Aufschwung der Weltwirtschaft zu einer moderaten Zunahme der Nachfrage führt. Neue Technologien, die steigende Ölproduktion im Irak, ein größeres Angebot von amerikanischem Schieferöl und die nachlassenden geopolitischen Spannungen werden zu einem höheren Angebot und einem weiteren Rückgang des politischen Risikoaufschlags führen. Ein stärkerer US-Dollar dürfte 2013 und 2014 den Druck auf die Ölpreise zusätzlich erhöhen. Den Durchschnittspreis für die Nordseesorte Brent erwarten wir für 2013 bei 105 USD und für 2014 bei 100 USD.

### Gold: der Weg zur \$-1000-Marke

Das Vertrauen in Gold schwindet rapide, und die Preise dürften weiter sinken. Vermögenswerte außerhalb der sicheren Häfen werden angesichts der allmählichen konjunkturellen Erholung und des Rückgangs der systemischen Risiken attraktiver. Ein erheblicher Teil der Goldnachfrage ist spekulativ und von der Einschätzung getrieben, dass die Preise weiter steigen. Diese Überzeugung wird inzwischen ernsthaft infrage gestellt und schwindet rapide. Bis zum Jahresende rechnen wir mit einem niedrigeren Goldpreis von \$ 1.400. Längerfristig könnte er sogar noch weiter sinken. Für Ende 2014 prognostizieren wir 1.200 USD und für Ende 2015 1.000 USD, denn dann wird der Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik in Sicht sein.

### Sind für Gold und Öl die rosigen Zeiten vorbei?



Source: Bloomberg

Anlageklasse	Fundamentale Beurteilung (Group Economics)	Empfehlungen (ABN AMRO Private Banking)
Rohstoffe	Neutral, aber mit kurzfristigem Risiko sinkender Preise	In Rohstoffindex investieren
Neutral		Gold verkaufen



# Immobilien

Dividenden mit Qualität sichern

Research & Strategy

Manuel Hernandez Fernandez – Property Specialist

Der amerikanische Immobiliensektor erholt sich und nimmt - getragen vom allgemeinen konjunkturellen Aufschwung - wieder Fahrt auf. Die Anleger zeigen Interesse an stärker zyklischen Immobiliensektoren, wie Büro- und Gewerbeimmobilien. Dies liegt an positiven Trends bei den Preisen, beim Bestand und bei der Gesamtstimmung auf dem US-Markt.

Dass die Bewertungen in den USA besonders niedrig sind, bedeutet dies aber keinesfalls: Amerikanische REITs werden 7 % über ihrem Nettoinventarwert gehandelt.

## Diskrepanzen bei der Sektorbewertung bieten Chancen in börsengängigen Märkten

Die durchschnittliche US-Bewertung verschleiert jedoch Unterschiede zwischen den verschiedenen Subsektoren, aus denen sich Chancen in Verbindung mit der Robustheit der Gesamtwirtschaft ergeben.

Auf der einen Seite bieten REITs in den defensivsten Sektoren, wie Gesundheit und Selbstlagerung, einen Hafen in unruhigen (oder schlechten) konjunkturellen Phasen, basierend auf sicheren Dividenden und berechtigten Aufschlägen auf den Nettoinventarwert ab (siehe Chart).

Auf der anderen Seite werden REITs in zyklischen Sektoren, wie Büro-, Hotel- oder Wohnimmobilien, unterhalb der durchschnittlichen Branchenbewertung gehandelt, in manchen Fällen unabhängig von der Qualität.

Diese Diskrepanz zwischen defensiven und zyklischen Teilsektoren unterscheidet Immobilien von anderen Anlageklassen und hat zur Folge, dass ein Immobilienportfolio so gestaltet werden kann, dass es sowohl vom unsicheren kurzfristigen Wirtschaftsausblick als auch vom mittelfristigen Aufschwungpotenzial profitiert. Außerdem finden sich die

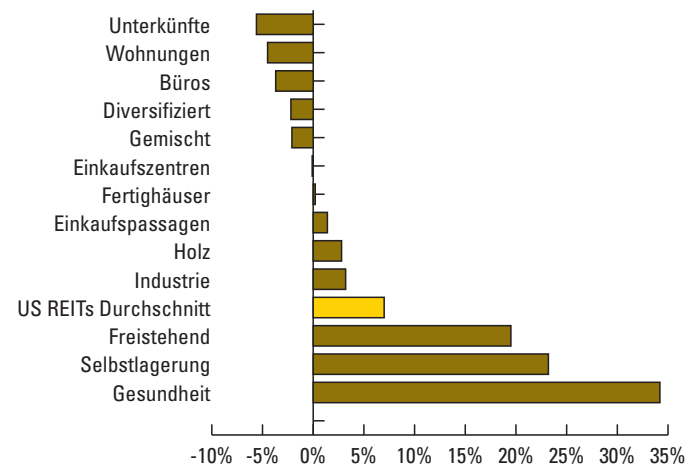
niedrigsten Bewertungen vor allem in Sektoren, die sich in den vergangenen Jahren besonders schwach entwickelt haben.

## Fundamentaldaten bei Immobilien stabilisieren sich

Der US-Immobilienmarkt profitiert weiter von einer Stabilisierung der Unternehmensdaten und einer Anpassung der Risikoallokation seitens der Investoren.

Die Ausschüttungsquoten sind niedrig, während die Mittelzuflüsse steigen, und das Neuangebot begrenzt bleibt. Die durchschnittliche Dividendenrendite des Sektors dürfte weltweit bei 3–4 % bleiben. Wir prognostizieren weiterhin eine Gesamtrendite (12 Monate) von 7–10 %; 8–10 % in den USA, 7–9 % in Asien und 7–11 % in Europa.

## Diskrepanzen bieten Chancen: US REITs: Abschläge (-ve, negativ) oder Aufschläge (+ve, positiv) zum Nettoinventarwert



Quelle: SNL Financial, Raymond James Research

Anlageklasse	Fundamentale Beurteilung	Empfehlung
Übergewichten	<p>US-REITs: Sektorrotation favorisiert zyklisch fokussierte REITs (z.B. Büro- und Gewerbeimmobilien)</p> <p>Asien: Entwickelte asiatische Märkte erhalten den Vorzug vor asiatischen Schwellenländern. Das Risiko einer restriktiveren Politik steigt, aber wir prognostizieren robuste Verkaufszahlen der Entwickler und stabile Preise für Wohnimmobilien</p> <p>Europa: Konjunktureller Gegenwind bleibt. Daher ist die Refinanzierung im Bankensektor schwierig. Wir geben Premiumunternehmen den Vorzug</p>	<p>Übergewichten: Nordamerika</p> <p>Neutral: Asien</p> <p>Untergewichten: Europa</p>

# Private equity

Fokus auf kleine bis mittlere Transaktionen

Research & Strategy

Olivier Palasi – Head Private Equity

Rund 140 Private-Equity-Fonds konkurrieren um insgesamt 795 Mrd. USD an investierbarem Vermögen. Vor dem Hintergrund, dass die Anleger inzwischen häufig größere Beträge bei wenigen Managern unterbringen, wird der Wettbewerbsdruck unter den Fondsmanagern den Rest des Jahres enorm hoch sein. Zudem lasten strengere Aufsichtsregeln auf den Investoren: Unter anderem die Volcker-Regel, die den Kapitalanteil beschränkt, den US-Banken in Private-Equity investieren dürfen und die Basel-III-Regeln, die europäischen Banken vorschreiben, bis 2019 mehr liquide Vermögenswerte in ihrer Bilanz zu haben. Daher könnten Fondsmanager Schwierigkeiten haben, neue Investoren zu gewinnen. Im Juni 2008 entfielen 11 % des gesamten im Private-Equity-Sektor investierten Kapitals auf Banken und 13 % auf Versicherungen. Im Juni 2012 waren es 6 % beziehungsweise 8 %. Während diese traditionellen Investoren weniger werden, kommen neue Investoren aus Asien sowie Staatsfonds hinzu.

## Buyouts

Nach einem Jahr der teuren Übernahmen – bei einer nicht näher offengelegten Transaktion wurde als Einstiegspreis das 9,6-Fache des EBITDA erreicht – dürfte Europa 2013 außerhalb Deutschlands, Großbritanniens und Skandinaviens schwächere Märkte sehen. Die USA und Kanada sind für die Investoren nach wie vor interessant, wobei vor allem die USA als sichere Bastion gelten, selbst wenn das Wachstum niedrig ist. Es gibt jedoch auch wieder teure Transaktionen. Wir erleben womöglich, dass Fondsmanager Bereiche, die nicht zum Kerngeschäft gehören und von Konzernen verkauft werden, zum Buchwert ins Visier nehmen. Kleine bis mittlere Buyouts laufen allerorts gut.

In Asien geben wir Fonds aus dem asiatisch-pazifischen Raum den Vorzug, weil China (und in geringerem Maße auch Indien) mehr als 70 Mrd. USD an Liquidität haben, die investiert werden muss. Das Kapital sinnvoll unterzubringen kann für sie in diesem Jahr durchaus eine Herausforderung werden.

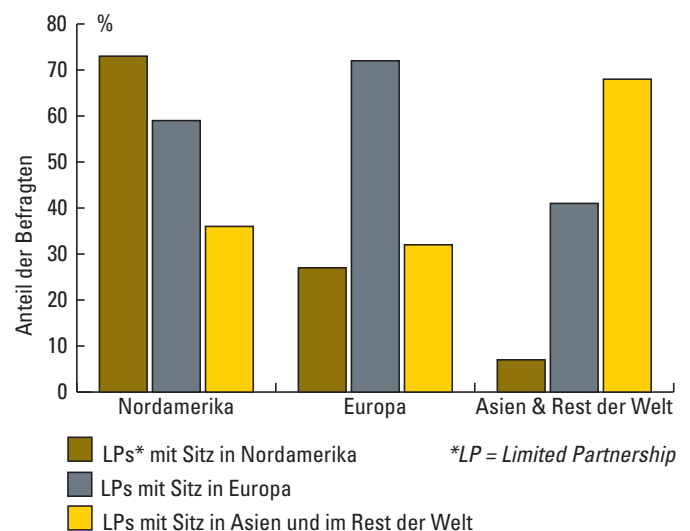
In Brasilien bieten sich nach wie vor gute Anlagemöglichkeiten, denn die Nachfrage nach Infrastruktur ist hoch und die Mittelschicht wird immer wohlhabender.

Allerdings sind hier eine sorgfältige Due Diligence und ein starkes lokales Netzwerk entscheidend.

Das Mittelaufkommen für Clean Technologie Private-Equity-Funds (saubere, das heißt ökologische, Technologien wie Windkraft) und Cleantech-Transaktionen sind im Schlussquartal 2012 zurückgegangen und könnten es schwer haben, wieder anzuziehen. 2012 wurden 2,8 Mrd. USD für solche Transaktionen eingesammelt. Das ist der niedrigste Wert seit 2007. Der Sektor scheint unter den Fluktuationen der Erdgaspreise und unter politischen Unsicherheiten sowie den gesunkenen Subventionen für erneuerbare Energien zu leiden.

Das Diagramm zeigt, dass die Investoren jeweils ihre eigene Region für das aussichtsreichste Anlageuniversum halten. Trotz der Volatilität in den europäischen Märkten bescheinigen die Investoren Europa langfristig attraktive Anlagechancen.

Regionen, die PE-Investoren in den nächsten 12 Monaten ins Visier nehmen



Source: Preqin

# Portfoliostruktur

Einen Schritt nach vorn

## Asset Allokation: Sorgfältige Auswahl und Diversifizierung

Wir erwarten, dass sich die weltweite wirtschaftliche Erholung fortsetzt und die systemischen Risiken weiter zurückgehen. Unsere Asset Allokation berücksichtigt das sich daraus ergebende Gewinnpotenzial.

Die Gesamtauslastung risikotragender Anlagen (Aktien) haben wir daher erhöht, während wir Positionen in Anleihen und Hedgefonds reduziert haben.

Diversifikation bleibt der Schlüsselfaktor, um durch die zyklischen Risiken zu steuern, die an die Stelle der systemischen Risiken der vergangenen Jahre getreten sind. Daher sind in Profilen mit mehr Anleihen als Aktien (Profile 1 und 2) Hedgefonds nach wie vor übergewichtet, denn sie bieten einen Diversifizierungseffekt für Anleihepositionen. In den ausgewogenen Profilen (3 und 4) sind Hedgefonds neutral gewichtet, während sie in aktiengetriebenen Profilen (5 und 6) untergewichtet sind.

Bei Aktien geben wir Schwellenmärkten den Vorzug (was sich in deren Übergewichtung spiegelt) vor Europa (neutral), den USA (leicht untergewichtet) und Japan (untergewichtet).

## Risiko: Kurzfristige Störungen

Die Volatilität, gemessen am VIX liegt unter ihrem langfristigen Trend. Während des Übergangs zu den traditionellen zyklischen Marktrisiken kann es aber gelegentlich zu vorübergehenden Ausschlägen (besonders auf kurze Sicht) kommen. So ist der kurzfristige Volatilitätsindex (VINX) vor kurzem deutlich über den langfristigen Volatilitätsindex (VIF) gestiegen, weil die Märkte auf politische Unsicherheiten in Europas Peripherie ebenso wie auf die Angst vor einem Ende der expansiven Geldpolitik in den USA reagiert haben. Mit zunehmender Klärung hat sich der

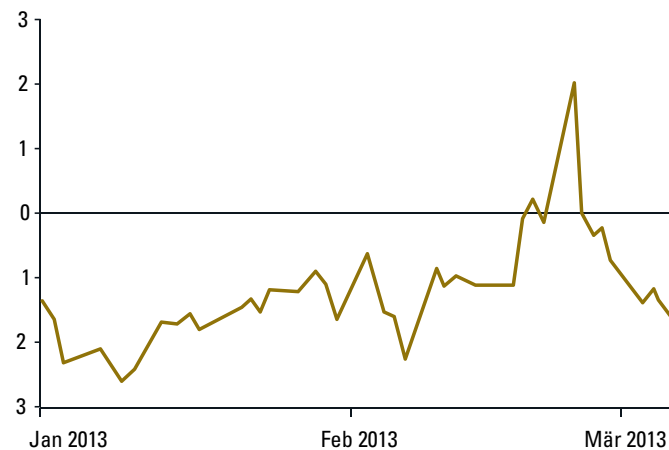
Abstand aber schnell wieder normalisiert (siehe Chart).

Durch die stärkere Übergewichtung von Aktien birgt die neue Asset Allokation auch ein höheres Risiko. Es bleibt aber innerhalb der Risikogrenzen, die das Global Investment Committee von ABN AMRO vorgegeben hat.

## Performance: positives erstes Quartal

In den ersten Monaten des Jahres haben wir positive Renditen an den Aktienmärkten erlebt, vor allem in den Indizes MSCI World ex Europe und MSCI USA. Auch alternative Anlagen haben sich gut entwickelt, vor allem Immobilien. Getragen von diesen Entwicklungen ist das Ergebnis in all unseren Profilen seit dem 1. Januar 2013 positiv und lag auch über der Benchmark.

### Kurzfristige & langfristige Volatilität (VINX-VIF)



Quelle: Bloomberg

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

	EUR						USD					
	22 Mai 2003 bis 20. Februar 2013*			2013 YTD (28 Februar 2013)			22 Mai 2003 bis 20. Februar 2013*			2013 YTD (28 Februar 2013)		
	Strategisch	Taktisch	Differenz	Strategisch	Taktisch	Differenz	Strategisch	Taktisch	Differenz	Strategisch	Taktisch	Differenz
<b>Profil 1</b>	53,97	62,44	8,47	0,20	0,26	0,05	54,10	62,09	7,99	0,12	0,20	0,08
<b>Profil 2</b>	57,22	68,93	9,71	1,08	1,47	0,41	59,96	88,81	8,85	0,97	1,40	0,43
<b>Profil 3</b>	72,67	93,18	20,51	1,78	2,39	0,61	80,43	96,12	15,70	1,71	2,34	0,63
<b>Profil 4</b>	76,57	97,77	21,20	2,74	3,40	0,66	87,28	103,26	15,98	2,69	3,36	0,67
<b>Profil 5</b>	85,95	111,93	25,98	3,71	4,15	0,44	98,73	119,44	20,71	3,66	4,13	0,46
<b>Profil 6</b>	88,97	115,04	26,08	4,43	4,67	0,24	103,97	124,40	20,43	4,39	4,65	0,26

\* 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



**Research & Strategy**

Hans Peters – Head Investment Risk

Emilia Bruera – Quantitative and Risk Analyst

Die Schwierigkeit liegt nicht darin, neue Ideen zu finden, sondern sich von den alten zu lösen.

John Maynard Keynes

**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).**

Asset Allokation			Profil 1			Profil 2				
Anlageklasse	Strategisch			Taktisch	Abweichung	Strategisch			Taktisch	Abweichung
	Neutral	Min.	Max.			Neutral	Min.	Max.		
Liquidität	5	0	60	18	+13	5	0	70	4	-1
Anleihen*	90	40	100	74	-16	70	30	85	58	-12
Aktien	0	0	10	0		15	0	30	23	+8
Alternative Anlagen	5	0	10	8	+3	10	0	20	15	+5
Hedgefondsstrategien	5			8	+3	5			8	+3
Immobilien	0			0		3			5	+2
Rohstoffe	0			0		2			2	
Gesamtengagement**	100			100		100			100	

Asset Allokation			Profil 3			Profil 4				
Anlageklasse	Strategisch			Taktisch	Abweichung	Strategisch			Taktisch	Abweichung
	Neutral	Min.	Max.			Neutral	Min.	Max.		
Liquidität	5	0	70	0	-5	5	0	70	0	-5
Anleihen*	55	20	70	44	-11	35	10	55	23	-12
Aktien	30	10	50	44	+14	50	20	70	65	+15
Alternative Anlagen	10	0	20	12	+2	10	0	30	12	+2
Hedgefondsstrategien	5			5	0	5			5	0
Immobilien	3			5	+2	3			5	+2
Rohstoffe	2			2		2			2	
Gesamtengagement**	100			100		100			100	

Asset Allokation			Profil 5			Profil 6				
Anlageklasse	Strategisch			Taktisch	Abweichung	Strategisch			Taktisch	Abweichung
	Neutral	Min.	Max.			Neutral	Min.	Max.		
Liquidität	5	0	70	0	-5	5	0	60	0	-5
Anleihen*	15	0	40	11	-4	0	0	25	0	
Aktien	70	30	90	84	+14	85	40	100	95	+10
Alternative Anlagen	10	0	30	5	-5	10	0	30	5	-5
Hedgefondsstrategien	5			0	-5	5			0	-5
Immobilien	3			3		3			3	
Rohstoffe	2			2		2			2	
Gesamtengagement**	100			100		100			100	

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

\*\*Devisenrisiko; nur der Aktienanteil und ein kleiner Teil der alternativen Anlagen unterliegen einem Währungsrisiko.

# Mitwirkende

## Mitglieder des ABN AMRO Bank Global Investment Committee

<b>Didier Duret</b>	didier.duret@ch.abnamro.com
<b>Gerben Jorritsma</b>	gerben.jorritsma@nl.abnamro.com
<b>Han de Jong</b>	han.de.jong@nl.abnamro.com
<b>Arnaud de Dumast</b>	arnaud.de.dumast@fr.abnamro.com
<b>Wim Fonteine</b>	wim.fonteine@nl.abnamro.com
<b>Bernhard Ebert</b>	bernhard.ebert@de.abnamro.com

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

## Economic Bureau

<b>Nick Kounis</b>	nick.kounis@nl.abnamro.com
<b>Georgette Boele</b>	georgette.boele@nl.abnamro.com
<b>Maritza Cabezas Ludena</b>	maritza.cabezas@nl.abnamro.com

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

## Bond Research & Strategy Team

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

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

## Equity Research & Strategy Team

<b>Sybre Brouwer</b>	sybre.brouwer@nl.abnamro.com
<b>Edith Thouin</b>	edith.thouin@nl.abnamro.com
<b>Daphne Roth</b>	daphne.roth@sg.abnamro.com
<b>Thomas Helfer</b>	thomas.helfer@ch.abnamro.com
<b>Fera Wirawan</b>	fera.wirawan@sg.abnamro.com
<b>Ivy Pan</b>	ivy.pan@hk.abnamro.com
<b>Alfred Schoengraf</b>	alfred.schoengraf@bethmannbank.de
<b>Beat Lang</b>	beat.lang@ch.abnamro.com
<b>Jens Zimmermann</b>	jens.zimmermann@ch.abnamro.com
<b>Margareta Jonker</b>	margareta.jonker@nl.abnamro.com
<b>Ralph Wessels</b>	ralph.wessels@nl.abnamro.com
<b>Emilie Bruneau</b>	emilie.bruneau@fr.abnamro.com
<b>Gustavo Guimaraes</b>	gustavo.guimaraes@fr.abnamro.com

Global Head Equity Research  
Head Equity Theme Research, Materials, Healthcare, Utilities  
Head Asia Equity Research, Australia, EM Asia, Latin America  
Head Equity Research US market, Materials  
Equity Analyst Japan, Singapore, South Korea  
Equity Analyst China, Hong Kong  
Equity Analyst Industrials  
Equity Analyst Consumer Discretionary  
Equity Analyst Energy, CEE, Middle East & North Africa  
Equity Analyst Netherlands, Consumer Staples  
Equity Analyst Financials  
Equity Analyst Neuflyze OBC Inv. European IT  
Equity Analyst Neuflyze OBC Inv. US Technology

## Alternative Investments

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

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

## Quantitative Analysis and Risk Management

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

Head Investment Risk  
Quantitative and Risk Analyst  
Quantitative and Risk Analyst

## Production Team

<b>Barbara Schiphorst</b>	barbara.schiphorst@nl.abnamro.com
<b>Jonathan Aspin</b>	j@j.aspin.name
<b>Christina Santore</b>	christina.santore@yahoo.com
<b>Christina Cain</b>	cgkcain@gmail.com
<b>André Heemstra</b>	andre.heemstra@nl.abnamro.com
<b>Johann Richter</b>	johann.richter@nl.abnamro.com

Global Coordination  
Editor *Quarterly Outlook*  
Editorial and Communication Support  
Editor Supporting Documents  
Editorial Support  
Editorial Support

## Disclaimer

© Copyright 2012 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](mailto:rico.fasel@nl.abnamro.com)

**ABN AMRO Private Banking**  
**Antwerpen - Berchem**  
Tom Van Hullebusch  
[tom.van.hullebusch@be.abnamro.com](mailto:tom.van.hullebusch@be.abnamro.com)

**ABN AMRO Private Banking**  
**Luxembourg**  
Carlo Basten  
[carlo.basten@lu.abnamro.com](mailto:carlo.basten@lu.abnamro.com)

**Bethmann Bank AG**  
**Frankfurt**  
Michael Harms  
[michael.harms@bethmannbank.de](mailto:michael.harms@bethmannbank.de)

**Banque Neufilze OBC S.A.**  
**Paris**  
Wilfrid Galand  
[wilfrid.galand@fr.abnamro.com](mailto:wilfrid.galand@fr.abnamro.com)

**ABN AMRO Private Banking**  
**Jersey**  
Chris Chambers  
[chris.chambers@uk.abnamro.com](mailto:chris.chambers@uk.abnamro.com)

**ABN AMRO Private Banking**  
**Guernsey**  
Frank Moon  
[frank.moon@gg.abnamro.com](mailto:frank.moon@gg.abnamro.com)

### Naher Osten

**ABN AMRO Private Banking**  
**Dubai (DIFC)**  
Saaish Sukumaran  
[saaish.sukumaran@ae.abnamro.com](mailto:saaish.sukumaran@ae.abnamro.com)

### Asien

**ABN AMRO Private Banking**  
**Hong Kong**  
William Tso  
[william.tso@hk.abnamro.com](mailto:william.tso@hk.abnamro.com)

**ABN AMRO Private Banking**  
**Singapore**  
Stephen Evans  
[stephen.evans@sg.abnamro.com](mailto:stephen.evans@sg.abnamro.com)

### Karibik

**MeesPierson Private Banking**  
**Curaçao**  
Edward Laurier  
[edward.laurier@meespierson.com](mailto: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](http://www.abnamroprivatebanking.com)