

August 2010

(0800) 799 1 997 kostenlose
Servicenummer
www.fondsvermittlung24.de

Finanzmärkte aktuell

Konjunktur ▶ Märkte ▶ Portfolio

Inhalte

- S. 4 [Konjunktur](#)
- S. 7 [Aktien](#)
- S. 10 [Zinsen & Anleihen](#)
- S. 12 [Währungen](#)
- S. 14 [Rohstoffe](#)
- S. 16 [Edelmetalle](#)
- S. 18 [Anlagestrategie](#)

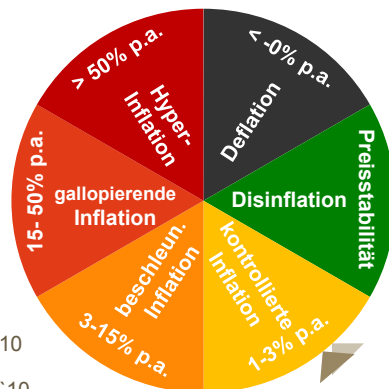
Nachrichten

- **Marktkommentar:** Retardierendes Moment im Euro-Drama (Seite 3)
- Griechenland leidet zunehmend unter anhaltenden Streiks im privaten und öffentlichen Sektor
- Spanische Arbeitslosenquote steigt auf 20,09 Prozent - Bausektor am stärksten betroffen
- Irland taumelt in die Krise – Staatsdefizit steigt 2010 laut Zentralbank auf 18,7% (Europarekord)
- Slowakei verweigert sich der Kreditvergabe an Griechenland – EU-Kommission ist empört
- **Investment Spezial:** Silber – Rohstoff und Währung seit Jahrtausenden (Seite 20)

Konjunktur*



Teuerung**



*orientiert am ifo-Konjunkturtest Dtl. 08/10

**gemäß HVPI Dtl. 07/10 (+1,2% ggVJ)

Portfoliogewichtung

Anlageklasse	Untergewichten	Neutral	Übergewichten
Aktien		◆	
Staatsanleihen	◆		
Untern.-Anleihen	◆		
Immobilien		◆	
Rohstoffe		◆	
Edelmetalle			◆
Alternative Investm.			◆

Retardierendes Moment im Euro-Drama

Das retardierende Moment (frz. retarder = verzögern) ist eine Szene im Handlungsverlauf eines Dramas, die den Höhepunkt hinauszögert, indem sie das Eintreten des Gegenteils des Erwarteten noch einmal sehr wahrscheinlich macht. Treffender kann man den jüngsten Stimmungswandel pro Euro nicht beschreiben. Peer Steinbrück, ehemaliger Finanzminister, sagte kürzlich, dass Europa nicht einfach aus den Problemen herauswachsen könne. Das Wachstum werde nicht vor einigen Maßnahmen retten, die konjunkturdämpfend wirken werden. Laut der jüngsten Konjunkturumfrage des Münchner ifo-Instituts wird die aktuelle Lage in den meisten EU-Ländern nach wie vor als ungünstig bezeichnet – vor allem in Griechenland, Irland Spanien und Portugal. Der EU-Konjunkturindex liegt damit weiterhin unter seinem langfristigen Durchschnitt, während der ifo-Index für Deutschland „Party-Laune“ anzeigt. Lediglich in den EU-Staaten Österreich und der Slowakei ist das Bild ähnlich unbekümmert. So groß die Bedeutung Deutschlands für die Eurozone auch sein mag, so hilft das der wirtschaftlichen Entwicklung Gesamteuropas wenig. Während ihre größte Volkswirtschaft aktuell im Quartalsvergleich mit 2,2% wächst, expandiert die Eurozone ex Deutschland mit lediglich 0,6%. Am Devisenmarkt sagt man: Eine Währung ist wie die Aktie eines Landes. Der Euro ist keine D-Mark! So fühlte sich das Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in Anbetracht der jüngsten Euro-Euphorie zu folgender Warnung genötigt: „Der Euro-Rettungsschirm hat die Währungsunion in der akuten Krise vor dem Auseinanderbrechen bewahrt, doch wenn zentrale strukturelle Probleme der Währungsgemeinschaft nicht gelöst werden, bleibt ihre Stabilität prekär“. Das IMK bezieht sich dabei auf die massiven Diskrepanzen innerhalb der Eurozone in Sachen Wettbewerbsfähigkeit, Leistungsbilanzen

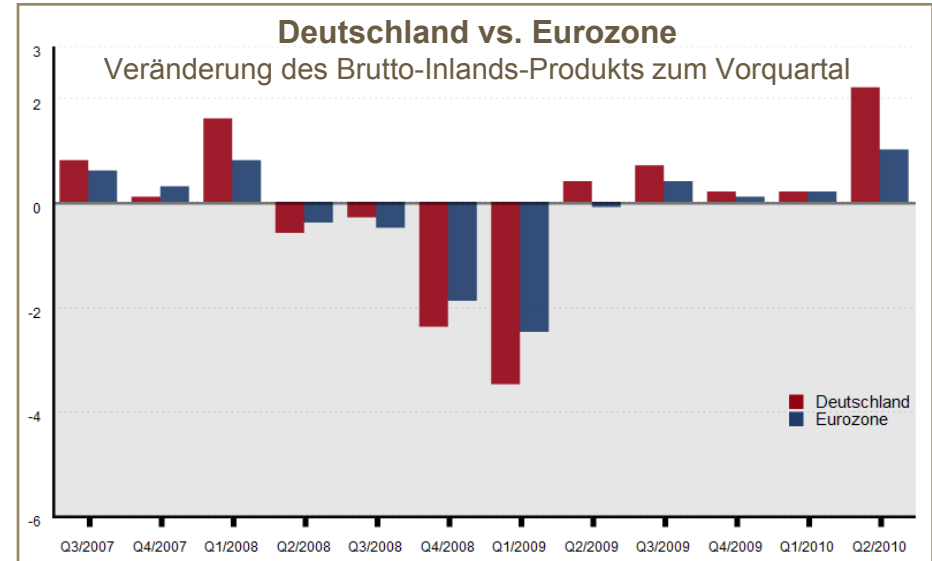


Abb. 1/ Quelle: Eurostat | Grafik: Financial Times Deutschland

und Staatsverschuldung. Stark angeschlagene Länder, wie Irland Griechenland und Spanien, sind mit den ihnen auferlegten Sparprogrammen überfordert und deren Staatsverschuldung wird in Folge wegbrechender Steuereinnahmen und sozialer Mehrausgaben weiter steigen. Sollte in der Folge ein weiteres Land in Zahlungsschwierigkeiten geraten, wäre dies für die Eurozone nicht mehr zu stemmen und sie stünde dann vor einer neuen, ernsten Zerreißeprobe. In Irland und Griechenland sind diese Befürchtungen bereits Realität. Das irische Defizit erreicht dieses Jahr mit 18,7% voraussichtlich ein neues Rekordniveau und die griechische Wirtschaft brach im 2. Quartal stärker ein als erwartet. Das helenische Staatsdefizit wird überdies nicht schrumpfen, sondern bis 2013 von aktuell 130% auf >150% steigen. Die Slowakei hat übrigens soeben die Vergabe der Rettungskredite an Griechenland abgelehnt. Das Drama wird seinen Fortgang nehmen, ganz so wie es sich die alten Griechen erdachten.

Freud und Leid liegen dicht beieinander

- Die deutsche Wirtschaft expandierte im 2. Quartal mit 2,2% mit der stärksten Dynamik seit 25 Jahren.
- Neben Deutschland verzeichnen in der Eurozone nur Österreich und die Slowakei ähnlich hohe Wachstumsraten.
- Die zweitgrößte Volkswirtschaft der Eurozone (Frankreich) expandierte hingegen nur mit 0,8%.
- Die wirtschaftliche Lage in Griechenland verschärfte sich hingegen weiter mit einem erneuten BIP-Rückgang um -1,5%.
- Das Gesamtwachstum der Eurozone inkl. Deutschland betrug im 2. Quartal lediglich 1,0% (ohne Deutschland nur 0,6%).
- Haupttreiber war der Export nach Südostasien, Lateinamerika und in die arabische Welt.
- Hauptursache waren Nachholeffekte bei zuvor stornierten Aufträgen, das in Dtl. witterungsbedingt sehr schlechte 1. Quartal sowie fiskal- und geldpolitische Stimuli in Rekordumfang.
- Die Kreditvergabe an Unternehmen bleibt weiter schwach.
- Die Warenausfuhr nach Europa und Nordamerika, die für >2/3 des Exports stehen, blieben ebenfalls schwach, genauso wie der heimische deutsche Konsum (s. Abb.3).
- Die Zahl der Erwerbstätigen mit Wohnort in Deutschland liegt aktuell in Deutschland gemäß der ILO-Arbeitsmarktstatistik bei 40,3 Mio. und damit nur 0,3 % über dem Vorjahresniveau.
- Die um diverse Ausnahmetatbestände stark „bereinigte“ Zahl der Erwerbslosen sowie die Kurzarbeit sanken signifikant.
- Mangel besteht nach wie vor bei hochqualifizierten Fachkräften.

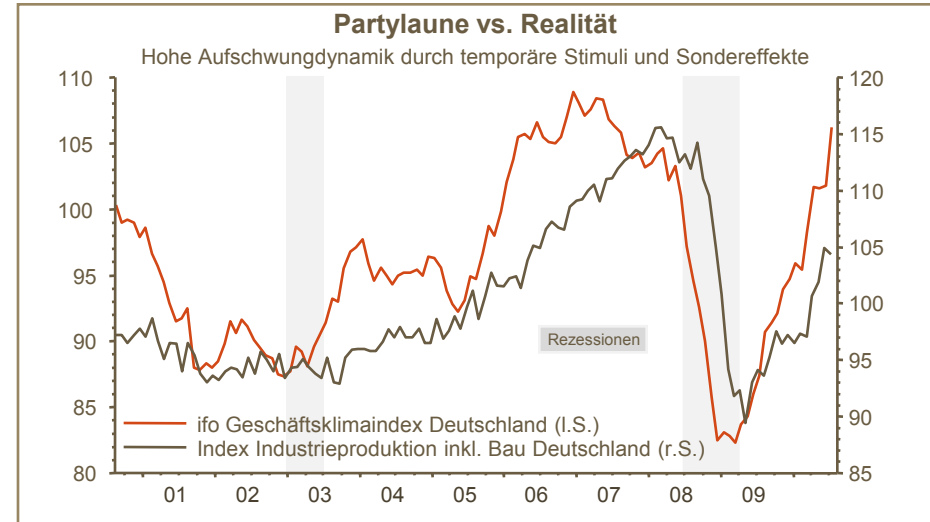


Abb. 2/ Quelle: Thomson Reuters Datastream

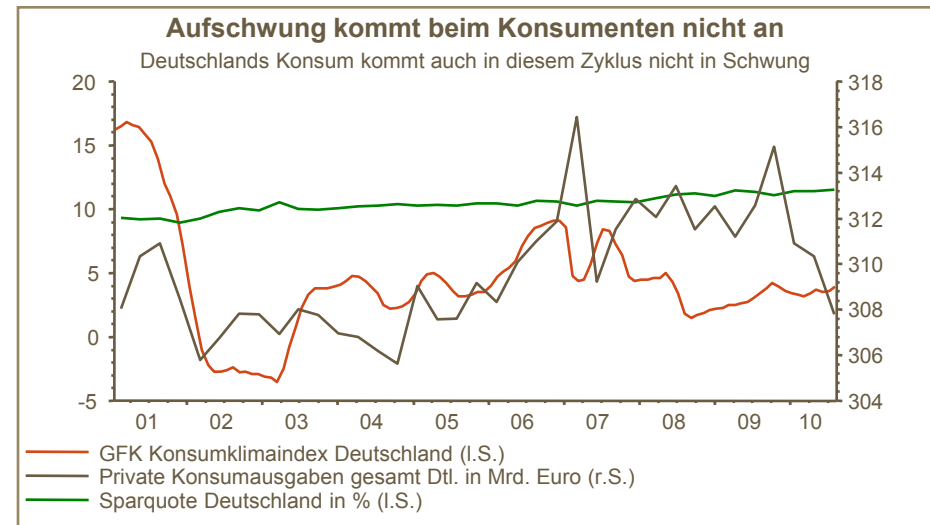


Abb. 3/ Quelle: Thomson Reuters Datastream

Wachstum der zwei Geschwindigkeiten mit insgesamt nachlassender Dynamik

- Das Wachstum fällt nach wie vor auf globaler und auch europäischer Ebene sehr heterogen aus (s. Abb. 4).
- Das massive Konjunkturprogramm Chinas in Höhe von >480 Mrd. USD hat das Land sehr schnell wieder in zweistellige Wachstumsregionen gehievt.
- Letzte Zahlen aus dem Reich der Mitte zeigen jedoch einen signifikanten Dynamikverlust bei Kreditvergabe, Industrieproduktion, Konsum und Immobilienpreisen (in den größten 49 Städten zuletzt sogar rückläufig).
- Die Weltbank rechnet in ihrem Quarterly Update vom Juni mit einem Rückgang der Wachstumsdynamik auf 9,5% für 2010.
- Damit dürfte sich auch die Wachstumsrate des Exportvize-weltmeisters Deutschland, die bedingt durch Nachholeffekte und das witterungsbedingt sehr schwache erste Quartal aktuell ohnehin verzerrt ist, wieder abschwächen.
- Die OECD-Frühindikatoren signalisieren eine Normalisierung der Wachstumsrate auf niedrigerem Niveau.
- Im weltweiten Vergleich unterdurchschnittlich bleibt die Konjunkturdynamik in den USA und der Euro-16-Gruppe.
- Demgegenüber stehen die BRIC-Staaten.
- Aus dem fortgesetzten Verlust an Weltmarktanteilen resultiert für stark exportabhängige Länder wie Deutschland die Gefahr, unter den Autarkiebestrebungen der Abnehmerländer mittelfristig zu leiden (eine Stärkung des deutschen Binnenkonsums wäre zur Kompensation dieser Entwicklung wichtig).

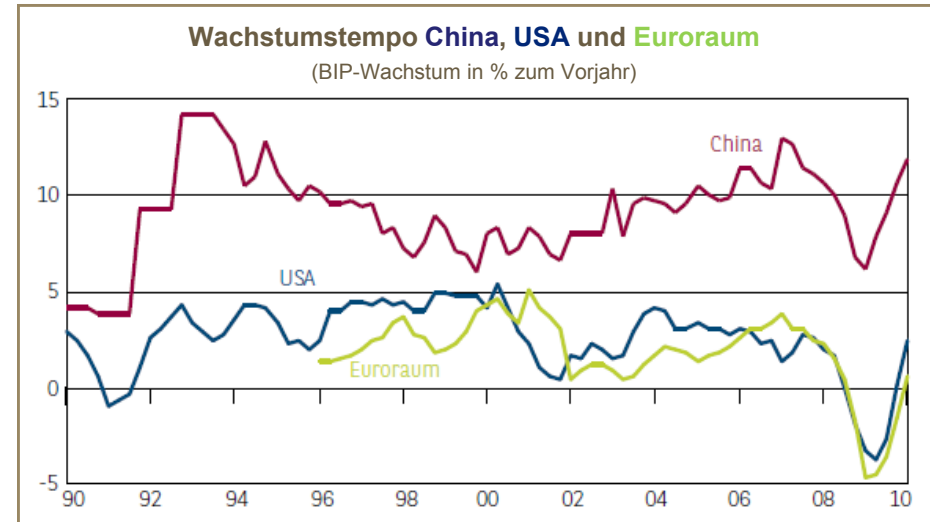


Abb. 4/ Quelle: Bloomberg, Datastream, BNP Paribas Asset Management

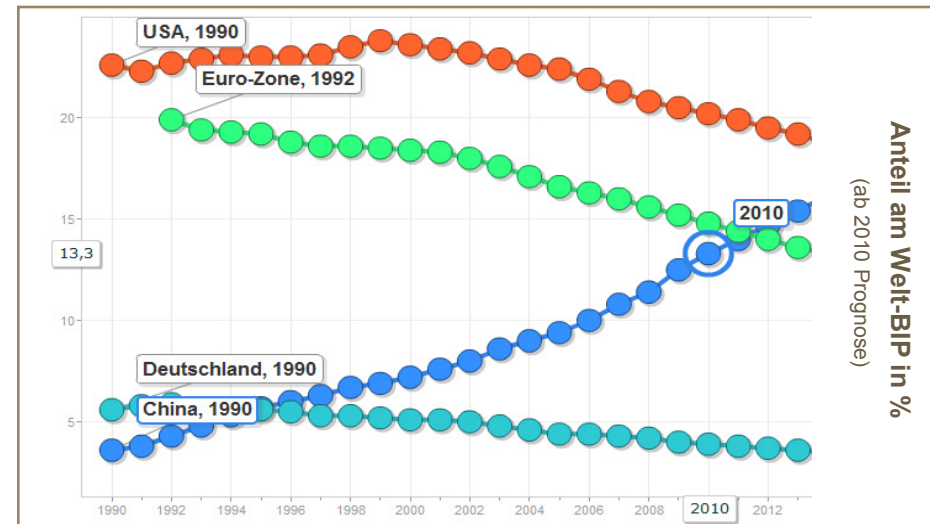


Abb. 5/ Quelle: Financial Times Deutschland

Fazit

Die in ihrer Dimension historisch einmaligen geld- und fiskalpolitischen Stimuli erzeugten einen ökonomischen Rückpralleffekt nach der akuten Finanzkrise in hoher Dynamik.

Der in großen Teilen künstlich erzeugte Strohfeuerzyklus verliert nun langsam an Auftriebskraft und benötigt neues „Feuerholz“.

Die Sparbemühungen und der Versuch, speziell der EZB, ihre Stimuli einzuschränken, bedeuten für die Konjunktur in Staaten mit hoher Gesamtverschuldung (privat und öffentlich) ein erhebliches Wachstumsrisiko.

Selbsttragende Aufschwungkräfte sind sowohl in den USA als auch in weiten Teilen Europas nicht erkennbar und bei Fortbestehen der Schuldenproblematik auch nicht möglich.

Die regionale Verteilung der globalen Wachstumsimpulse gestaltet sich sehr heterogen.

Vor allem Schwellenländer, Rohstoffländer und exportstarke Volkswirtschaften profitieren von diesem Retorten-Aufschwung.

Der aktuelle Konjunkturzyklus ist in Großen Teilen der OECD geprägt von schwachem Binnenkonsum und anhaltend hoher Arbeitslosigkeit.

Hausse kommt ins Stocken

- Trotz Mikrozinserhöhungen, Überschussliquidität und dynamisch steigender Unternehmensgewinne stagnieren die Aktienmärkte seit Jahresbeginn (EuroStoxx 50, NASDAQ 100, S&P 500 und Shanghai Composite haben bereits Abwärtstrends etabliert).
- Die Bewertung der Aktien ist weltweit im historischen Vergleich, sowohl gemessen an den Gewinnen (s. Abb. 7), an den Cashbeständen, der Profitabilität (s. S. 8 Abb. 9) als auch im Vergleich zu Staatsanleihen (Risk Premiums), relativ günstig.
- Die Aktien im DAX 30 kosten im Schnitt lediglich das Zehnfache der 2011er Konsensgewinnsschätzungen, bei einer aktuellen Dividendenrendite von 2,6% p.a. (Rendite 10-jähriger Bundesanleihen liegt momentan bei 2,36%)
- Vor allem die Sorge vor einer sich signifikant abkühlenden Konjunktur und die bevorstehende traditionell schwierige Herbstphase erhöht die Risikoaversion der Anleger.
- Zudem verunsichert die Verschärfung der Euro-Krise, das Ausbleiben selbsttragender Aufschwungkräfte in den USA sowie die ökonomischen Bremsmanöver der chinesischen Regierung.
- Die Börsenumsätze haben sich seit der Finanzkrise nicht wieder erholt, vor allem Profianleger und Kurzfristspekulanten dominieren das Geschehen an den Märkten (s. Abb. 6).
- Da diese Anlegergruppen bidirektional investieren können (auf steigende und fallende Kurse setzen) manifestiert sich die hohe Überschussliquidität in diesem unsicheren Umfeld nicht automatisch in steigenden Aktienkursen.
- Vielmehr werden kurzfristige Handelsprofite angestrebt, unabhängig von der Kursrichtung.

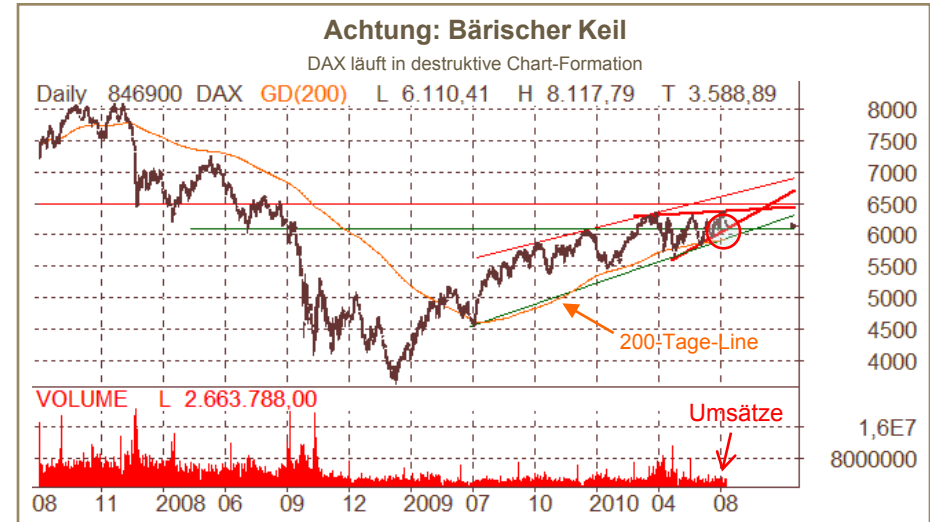


Abb. 6/ Quelle: Cortal Consors Premium Trader

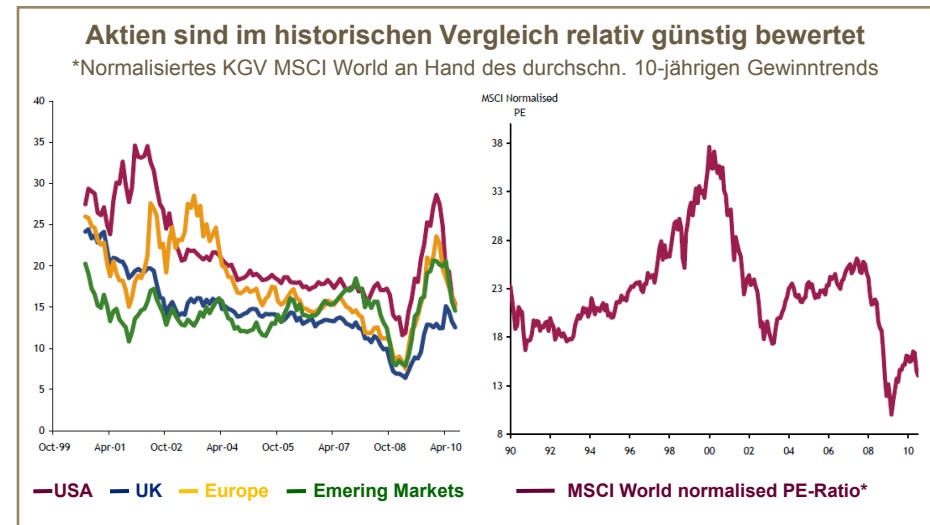


Abb. 7/ Quelle: BlackRock

Unternehmensergebnisse überraschen positiv

- In der laufenden Berichtserstattungssaison haben über die Hälfte der Unternehmen im S&P 500 die ambitionierten Konsensschätzungen der Analysten übertreffen können, lediglich 15% enttäuschten, der Rest berichtete „In Line“.
- Dennoch gingen von den Ertragszahlen der Unternehmen kaum positive Impulse für den Gesamtmarkt aus.
- Die marktbreiten Indizes S&P 500 und NADAQ Composite bildet stattdessen Abwärtstrendkanäle aus.
- Ausschlaggebend dafür waren vor allem verunsichernde Aussagen von Unternehmenslenkern wie John Chambers von Cisco Systems über die aktuellen Marktverhältnisse und den sehr unsicheren Ausblick bis Jahresultimo.
- So konnten auch die Aktien des Chiphersteller Intel Corp. trotz Bekanntgabe des besten Unternehmensergebnisses in der 42-jährigen Firmengeschichte ihr Kursniveau nicht halten.
- Insbesondere in den USA nutzten die Unternehmen die Krise für harte Restrukturierungsmaßnahmen und Kostensenkungen.
- Die Profitabilität, vor allem global ausgerichteter Großunternehmen, hat sich in der Folge signifikant verbessert (s. Abb. 9).
- Die amerikanischen Mittelständler mit starkem Fokus auf den heimischen Markt leiden hingegen noch immer unter der schwachen Wirtschaftsentwicklung und der hartnäckig hohen Arbeitslosenzahl (wirkt stark konsumdämpfend).
- Am attraktivsten sind nach wie vor dynamisch wachsende Unternehmen mit internationaler Ausrichtung, Marktführerschaft in ihrem Segment und geringem Verschuldungsgrad.



Abb. 8/ Quelle: Cortal Consors Premium Trader

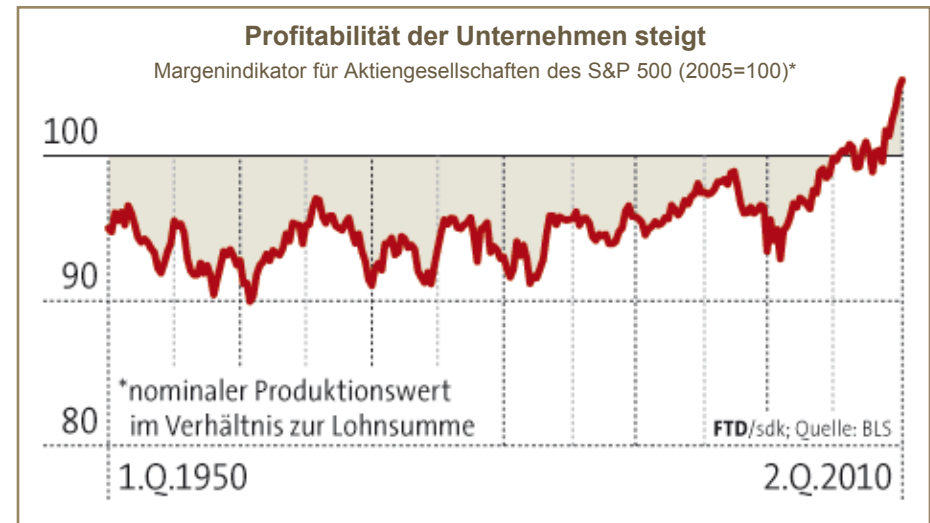


Abb. 9/ Quelle: BLS | Grafik: Financial Times Deutschland.

Fazit

Der Optimismus der Marktteilnehmer ist trotz positiver Unternehmenszahlen stark eingetrübt.

Verunsicherte Unternehmenslenker und vorsichtige Ausblicke für die nächsten Quartale überlagerten das insgesamt sehr erfreuliche Ertragsbild.

Die Antizipation einer sich abschwächenden weltweiten Aufschwungdynamik und die bevorstehenden traditionell schwierigen Herbstmonate haben die kurzfristige Risikoaversion der Marktteilnehmer zuletzt deutlich erhöht.

Die Hausse ist in den letzten Monaten ins Stocken geraten (DAX, MDAX, SENSEX), teilweise wurden sogar bereits Abwärtstrends etabliert (TECDAX, S&P 500, NASDAQ, Shanghai Comp.).

In Anbetracht der konjunkturellen Unsicherheit gewichten wir den Aktienanteil am Gesamtportfolio sehr defensiv und fokussieren uns auf wachstumsstarke, global operierende Weltmarktführer mit gesunden Bilanzen und komfortablen Cashpolstern.

Zinsen in Deutschland sinken auf Rekordtief

- Konjunkturängste in Folge sich abschwächender Frühindikatoren in den USA, China und Teilen Europas führen zu Fluchtbewegungen in deutsche und amerikanische Staatsanleihen.
- Die Renditen am langen Ende sinken auf den niedrigsten Stand seit Gründung der Bundesrepublik und der USA.
- Nach Transaktionskosten, Abgeltungsteuer und Teuerung liegt die deutsche Realverzinsung aktuell bei Null.
- Die Zinsstrukturkurve flacht sich weiter ab (Zinsen am langen Laufzeitende nähern sich den Kurzfristzinsen an).
- Für Banken wird das zuletzt stark betriebene Eigenhandelsgeschäft mit der Fristentransformation damit deutlich weniger lukrativ (leihe kurz und investiere lang).
- Deutsche Lebensversicherungen haben zunehmend große Probleme, die Garantieverzinsungen aufrecht zu erhalten.
- Auch in den USA verflacht sich die Zinsstrukturkurve dramatisch durch sinkende Langfristzinsen.
- Auf der letzten Notenbanksitzung am 10. August vollführte die US-Notenbank eine Kehrtwende ihrer noch einen Monat zuvor vor dem Senat angekündigten Absicht, Liquidität aus den Märkten abzuziehen und die eigene Bilanz zu schrumpfen.
- Stattdessen werden nun ab 18. August Mittelzuflüsse aus eigenen Anleihebeständen doch wieder reinvestiert – in US-Treasuries zur Finanzierung des Staatsdefizits.
- Im Gegensatz zu Deutschland und den USA steigt die Skepsis der Anleger gegenüber den PIGSI-Staaten wieder an – ein Ende der Eurokrise ist nach den jüngsten Negativmeldungen aus Irland, Spanien und Griechenland nicht erkennbar.

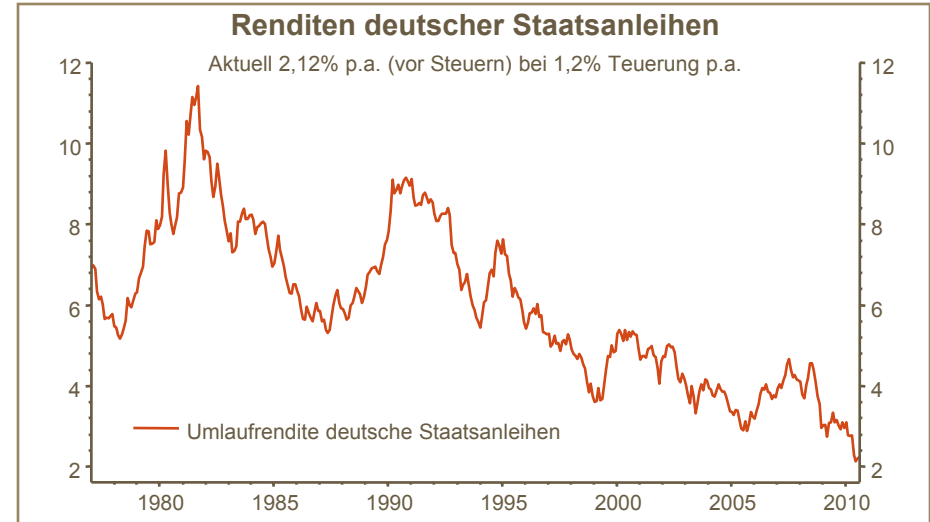


Abb. 10/ Quelle: Thomson Reuters Datastream

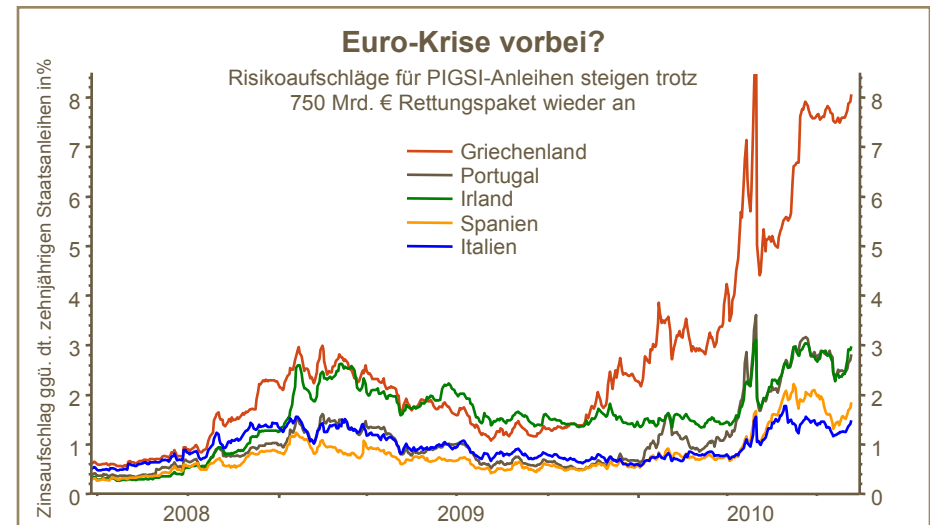


Abb. 11/ Quelle: Thomson Reuters Datastream

Fazit

Die Anleiherenditen in Deutschland und den USA sinken in Folge des abnehmenden Konjunkturoptimismus und der Ankündigung der US-Notenbank, ab 18. August wieder Staatsanleihen aufzukaufen auf historische Tiefststände.

Die EZB setzt zudem ihre volumenmäßig unbeschränkten Festzinstender fort (Banken bekommen so viel Geld, wie sie möchten, zu lediglich 1% p.a.).

Damit subventioniert die EZB mit Mikrozinsen das kreditfinanzierte Eigenhandelsgeschäft der Banken, das zuletzt bei den Branchenführern für 90% der Erträge verantwortlich zeichnete (in der Realwirtschaft kommen diese Kredite nur zu einem geringen Teil an).

Im Gegensatz zu den deutschen Renditen steigen die Renditeaufschläge für Staatsanleihen europäischer Problemstaaten erneut in Richtung neuer Höchststände an.

Gründe sind die dramatische Verschlechterung der Defizitsituation in Irland, die rekordhohe Arbeitslosenquote in Spanien sowie der heftige Konjunkturéinbruch in Griechenland.

Für Privatanleger bedeutet das aktuelle Renditeniveau nach Abzug der Abgeltungsteuer, den Transaktions- und Depotführungsgebühren sowie der allgemeinen Teuerung eine reale Rendite bei deutschen Staatsanleihen von de facto Null.

Demgegenüber stehen erhebliche Zinsänderungs-, Bonitäts- und Währungsrisiken (Eurorisiko).

Wir meiden nach wie vor konsequent Anleihen westlicher staatlicher Emittenten und mischen unserem Portfolio in überschaubarem Maße Emerging-Market-Bonds bei.

Skepsis gegenüber der „Europhorie“ ist ratsam

- Die jüngsten Nachrichten aus Irland (Rekorddefizit, Bankenkrise), aus Griechenland (Wirtschaftseinbruch, wegbrechende Steuereinnahmen) und aus Spanien (Rekordarbeitslosigkeit, Immobiliendepression) sind sehr ernst und besorgniserregend.
- Grund für die jüngste Euphorie, die Eurokrise sei überstanden, besteht nicht – im Gegenteil ist ein Wiederaufflammen der Krise unvermeidbar und lediglich eine Frage weniger Monate.
- Die Probleme der überschuldeten Euroländer werden durch Rettungskredite (noch mehr Verbindlichkeiten) nicht gelöst.
- Allein die Zinszahlungen (auch die subventionierten 5% der Rettungskredite) werden Griechenland in den Bankrott führen.
- Die drastischen Sparprogramme bringen kleine, hochdefizitäre Volkswirtschaften um und sanieren sie nicht.
- Für eine echte Sanierung wäre ein scharfer Haircut (Gläubigerteilenteignung) und eine starke Währungsabwertung nötig.
- Die zunehmenden Spannungen in der Eurozone führen unvermeidlich zum Auseinanderbrechen der Währungsgemeinschaft in seiner jetzigen Form.
- Die einzige Alternative ist die direkte Finanzierung der Problemstaaten durch hemmungsloses Gelddrucken der EZB.
- Profiteure der Verschärfung der Eurokrise werden neben Hochzins- und Rohstoffwährungen vor allem die monetären Edelmetalle aber auch Schweizer Franken und US-Dollar sein.
- Die jüngste Ankündigung der US-Notenbank, weiterhin direkt das amerikanische Staatsdefizit zu finanzieren zeigt, dass auch der US-Dollar zum weiteren Wertverfall verdammt ist.

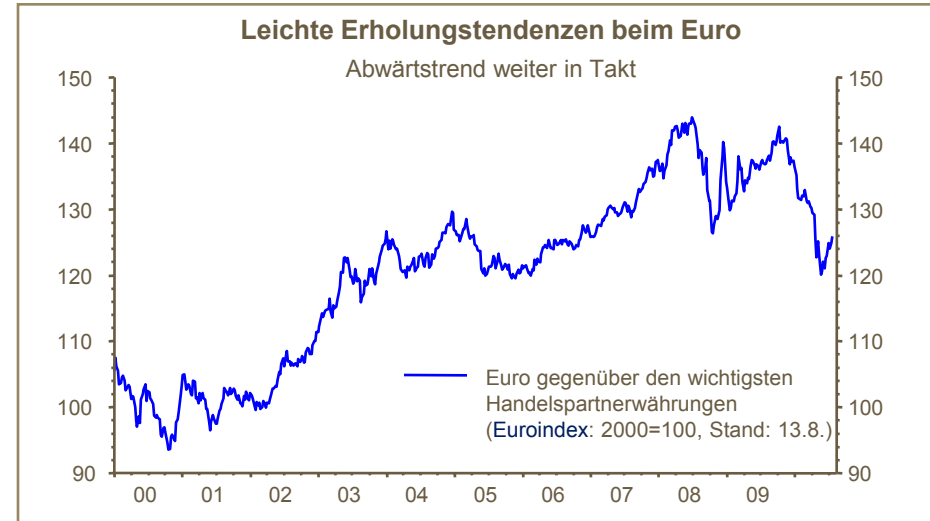


Abb. 12/ Quelle: Thomson Reuters Datastream

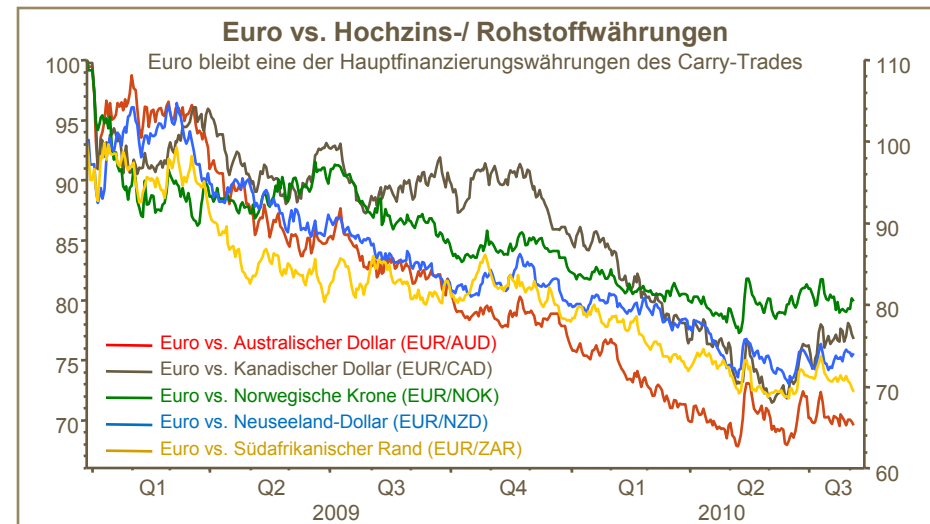


Abb. 13/ Quelle: Thomson Reuters Datastream

Fazit

Die Eurokrise ist nicht vorbei, sondern tritt in ihre nächste Phase ein, an deren Ende die Kapitulation der aktuell eingeleiteten Spar- und Rettungsmaßnahmen steht.

Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und mit Italien werden mit ihren Extremdefiziten das Eurosystem in seiner jetzigen Form sprengen oder die EZB zu unverantwortlichen Schritten im Sinne der Währungsstabilität des Euro zwingen (massives Gelddrucken für Staatsanleihekäufe).

Die jüngsten Daten aus Irland, Griechenland und Spanien belegen, dass de facto bankrotte Staaten durch eine „Brüningsche Sparpolitik“ endgültig in den Ruin getrieben werden (Konjunkturunbruch, Steuereinbruch, Explosion der Arbeitslosigkeit, hohe Refinanzierungskosten).

Die Existenz der Esperantowährung Euro in seiner jetzigen Form ist zeitlich stark limitiert.

Ähnliche strukturelle Probleme haben die USA und Großbritannien, deren Währungen jedoch nicht vom Zerfall durch den Austritt eines Mitgliedslandes bedroht sind.

De facto zinslose Währungen (EUR, USD, JPY, CHF) hinter denen Ökonomien ohne binnenkonjunkturelle Eigendynamik stehen, die belastet sind mit historisch hohen Defiziten und abhängig von der Alimentierung durch die Notenpresse, sind keine attraktiven Währungen.

Sie dienen vor allem als Finanzierungswährung für den globalen Carry-Trade und werden somit permanent gegenüber Hochzins- und Rohstoffwährungen abverkauft.

Wir halten an unserer breiten Währungsdiversifizierung mit Schwerpunkt Hochzins- und Rohstoffwährungen fest und präferieren als Anlagewährungen: AUD, NOK und CAD.

Auch beim Weizen sind die Lager gut gefüllt

- In Folge der Brandkatastrophe in Russland, die bereits 1/3 der Weizenernte vernichtet hat, stiegen die Getreidepreise stark an.
- Dennoch sind die weltweiten Lager gut gefüllt (mit 1.100 Mrd. Scheffel auf Rekordniveau), eine Knappheit droht aktuell nicht.
- Einen deutlichen Anstieg (zum Teil auf Rekordstände) verzeichnen auch die Metalllagerbestände für Aluminium, Blei, Kupfer, Nickel, Zinn und Zink).
- Unverändert zeichnen vor allem Finanzinvestoren und Spekulanten für die hohen Preisniveaus der meisten Rohstoffe verantwortlich (wegen Mikrozinsen und Liquiditätsschwemme).
- So besaß z.B. die Investmentbank Goldman Sachs im Jahr 2008 physische Rohstoffe im Wert von 500 Mio. USD, nur ein Jahr später waren es bereits Rohstoffe im Wert von 3,7 Mrd. \$.
- Bei Barclays hat sich das Volumen auf 3,6 Mrd. USD verdreifacht, bei Morgan Stanley auf 5,3 Mrd. USD verdoppelt.
- Den größten Zuwachs verzeichnete die Investmentbank JP Morgan mit einem Anwachsen des Rohstoffbestands von 3,6 auf zehn Mrd. US-Dollar.
- Nach Angaben des Finanzdienstleisters Thomson Reuters machten 2009 allein Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley und die Bank of America Rohstofftermin- und Derivategeschäfte im Wert von insgesamt vier Billionen USD.
- Zum Vergleich: Der gesamte globale Rohölmarkt umfasst lediglich ca. 2 Billionen US-Dollar pro Jahr.
- Finanzinvestoren (Indexanleger) und Spekulanten bleiben die stärksten Preistreiber bei Rohstoffen (s. Abb. 15).

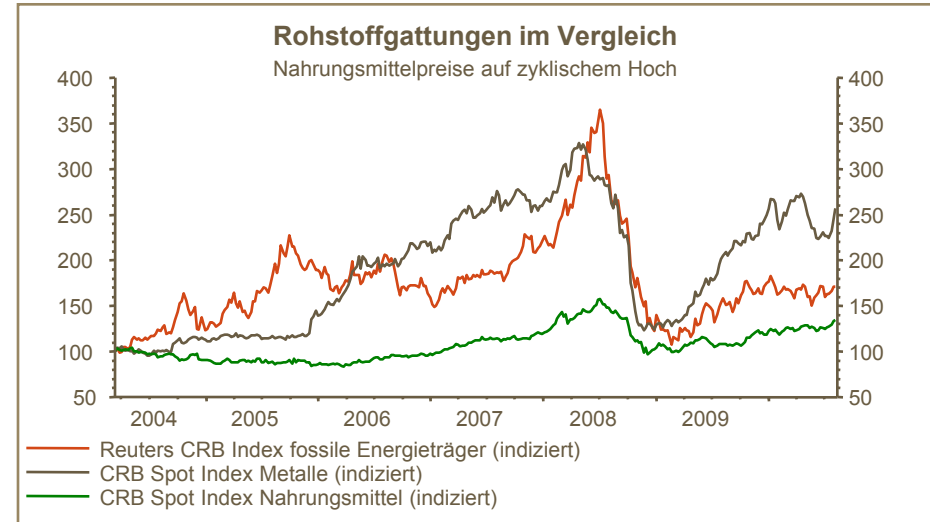


Abb. 14/ Quelle: Thomson Reuters Datastream

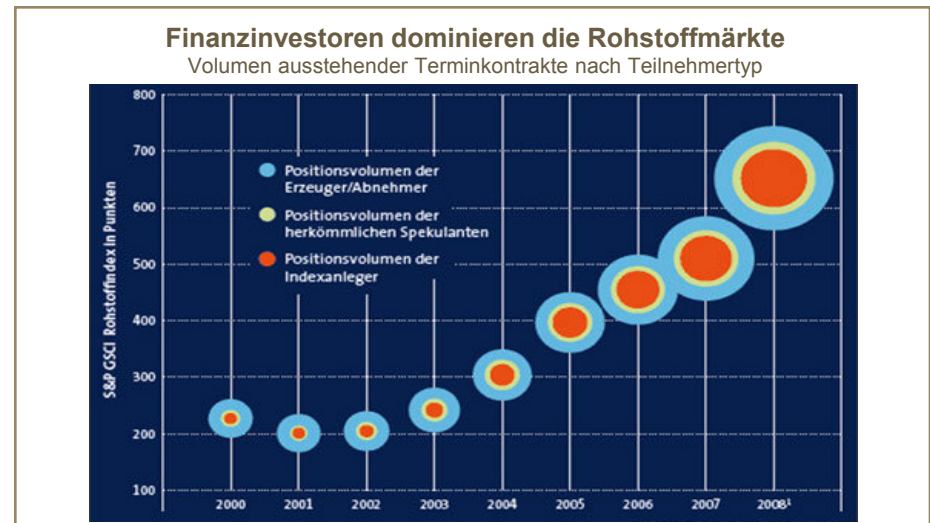


Abb. 15/ Quelle: Masters Capital Management

Fazit

Der witterungsbedingte Ernteausschlag bei Weizen kann durch die weltweiten Rekordlagerbestände des Getreides gut abgedeckt werden (1.100 Mrd. Scheffel).

Es besteht bei den meisten Rohstoffen ein zunehmendes Spannungsfeld zwischen geringer physischer Nachfrage, relativ hohen physischen Lagerbeständen (zum Teil in der Hand von Spekulanten) und hohen spekulativen Finanzengagements (Indexanleger) in einem Umfeld negativer Realzinsen (Opportunitätskosten für zinslose Rohstoffinvestments sind gleich Null).

Obwohl die gegenläufigen Impulse für stark volatile Entwicklungen an den Rohstoffmärkten sorgen, sind Engagements in knappen Ressourcen zum Schutz vor Kaufkraftverlust sinnvoll.

In diesem Kontext stellt die Investition in Rohstoffe eine Inflationsversicherung dar.

Folgende Gründe sprechen daher mittelfristig für wieder steigende Rohstoffnotierungen:

- **Massive Reflationierung der Wirtschaft durch Fiskal- und Geldpolitik**
- **Negative Realzinsen (Investment-Opportunitätskosten für Rohstoffe gleich Null)**
- **Dynamisches Nachfragewachstum in den Schwellenländern**
- **Exponentiell wachsende Weltbevölkerung**

In Anbetracht des hohen spekulativen Engagements und der z.T. rekordhohen Lagerbestände bleiben wir aktuell bei Neuengagements zurückhaltend.

Physische Nachfrage bleibt ungewöhnlich hoch

- Trotz der jüngsten Veräußerung von 17,7t Gold durch den IWF und der traditionell schwachen Sommerperiode fällt die Ferienschwäche in diesem Jahr relativ moderat aus.
- Normalerweise profitiert der Goldpreis besonders stark von den Käufen der Schmuckindustrie (ca. 70% der Gesamtnachfrage) in der Zeit von September bis Februar.
- Anhaltende Käufe von Notenbanken, Sovereign Wealth Funds und Privatinvestoren stabilisieren die Preise am Spotmarkt und halten die Terminkurve flach.
- Katalysatoren der anhaltend starken Investmentnachfrage sind die Unsicherheit bezüglich der Geldpolitik, der Zukunft des Euro und des weiteren Konjunkturverlaufs.
- Die US-Notenbank vollzog im August eine 180°-Wende und hält nun doch an ihrem „Unconventional Easing“ (Bilanzausweitung via digitaler Notenpresse) zur Konjunkturstützung fest.
- Mehr und mehr macht sich die Erkenntnis breit, dass die OECD-Ökonomien nicht mehr ohne Daueralimentierung der Notenbanken durch Mikrozinsen und Geldmengenausweitung wachsen können – der Schuldendruck ist schlicht zu groß.
- Die zuletzt sehr schlechten Nachrichten zur Neuverschuldung aus Irland (strebt auf 20% des BIP zu), zur Arbeitsmarktsituation in Spanien (mit 20,09% auf Rekordniveau) und zum heftigen Konjunkturreinbruch in Griechenland, schüren Ängste vor einer erneuten Verschärfung der Eurokrise.
- Da aktuelle Deflationsängste mit einer Verschärfung der Systemrisiken einhergehen, gewinnen die monetären Edelmetalle trotz sinkender Konsumentenpreise als Hartgeld an Attraktivität.

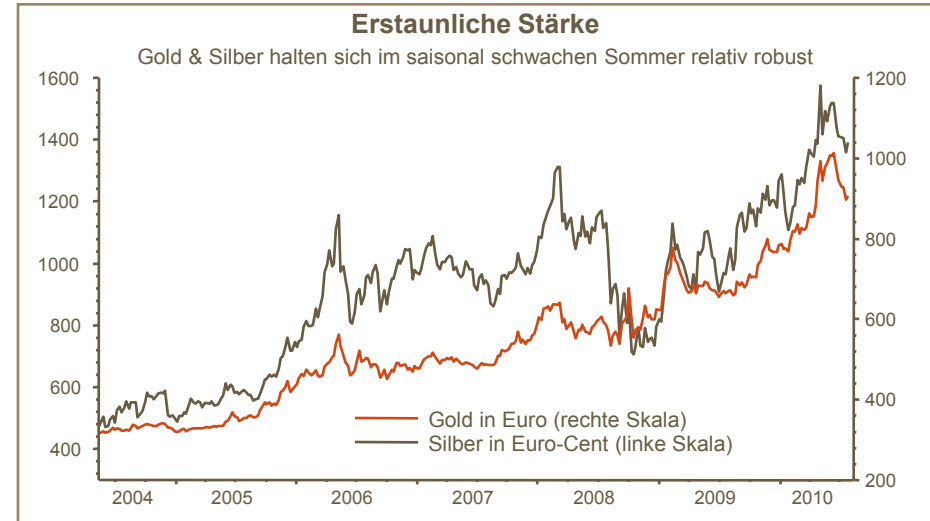


Abb. 16/ Quelle: Thomson Reuters Datastream



Abb. 17/ Quelle: Sharelynx.com

Fazit

Edelmetalle (v.a. Gold und Silber) erfüllen wichtige Funktionen, die von keiner anderen Anlageklasse geleistet werden: - **Schutz bei Systemkrisen und Katastrophen**

- **Bester Schutz vor Inflation (höchste Inflationssensitivität)**

- **Stabiler Kaufkraftherhalt seit über 7.000 Jahren**

- **Verlässliche monetäre Funktion**

- **Verbriefen kein Zahlungsverprechen Dritter (intrinsischer Wert)**

Darüber hinaus ist die Förderung seit Jahren rückläufig und die Nachfrage stabil steigend.

Edelmetalle sind zudem, aufgrund ihrer physikalischen Eigenschaften, nicht substituierbar oder beliebig replizierbar (anders als Papiergeld/ digitales Giralgeld oder sogar Diamanten).

Die Opportunitätskosten bewegen sich aktuell, wegen des niedrigen Zinsniveaus, gegen Null.

Wir präferieren Investments in Gold und Silber in physischer Form (Münzen, Barren, ETFs) sowie als Minenbeteiligungen (Minenfonds und Private Equity Beteiligungen).

In der Aufteilung zwischen den monetären Edelmetallen (Au/ Ag) präferieren wir Silber. Die Lagerbestände wurden, anders als bei Gold, nicht aufgebaut, sondern seit den Achtzigerjahren um 90% abgebaut und verbraucht. Silber ist zudem, anders als Gold, ein unersetzliches Industriemetal mit ständig zunehmenden Anwendungsgebieten (z.B. RFID-Funkchips).

Vorsicht ist weiterhin angebracht

In den deutschen Medien ist von Partylaune bei den Unternehmen die Rede. Diese Aussage basiert v.a. auf dem zuletzt nahe seinem Rekordniveau ermittelten ifo-Geschäftsklimaindex. Diese Meinungsumfrage unter 7.000 deutschen Unternehmen aller Größen und Branchen bildet jedoch im aktuellen weltweiten Datenkranz eine Ausnahme. Andere Frühindikatoren, wie Einkaufsmanagerindizes, Verbrauchervertrauen oder Auftragseingänge, weisen von Tokio bis Chicago auf eine Dämpfung der ökonomischen Auftriebskräfte im Herbst und Winter hin. In der Eurozone trifft das für die Mehrheit der Mitgliedstaaten ebenfalls zu. Deutschland bildet hier auf Grund von temporären Sondereffekten eine Ausnahme (siehe S. 4).

In Anbetracht auslaufender fiskalpolitischer Konjunkturimpulse weltweit sowie der selbstaufgelegten, zum Teil sehr rigiden Sparprogramme in vielen OECD-Staaten, ist der Dynamikverlust im aktuellen Aufschwung absehbar. Selbsttragende Aufschwungkräfte, wie zum Beispiel ein neuer Investitions- oder Konsumzyklus, sind bislang nur sehr schwach ausgeprägt.

Momentan reagieren die Märkte noch relativ gelassen auf die sich eintrübenden Konjunktursignale. Vor allem positive Unternehmensberichte zum abgelaufenen Quartal stabilisieren die Notierungen. Aber die Nervosität steigt bereits.

Wir rechnen spätestens ab Beginn des ohnehin für die Aktienmärkte traditionell schwierigen Herbstes mit einer Ernüchterung bezüglich der wirtschaftlichen Entwicklung und Rückschlägen bei den Preisen für Aktien und Rohstoffe.

Wir halten daher an unserer defensiven Ausrichtung sowie an der aktuellen Zurückhaltung bei Rohstoffinvestments fest.



Abb. 18/ Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Grafik

Performance- & Risikokennzahlen Musterportfolio

Stand 13. August 2010	Rendite	Volatilität	Sharpe Ratio
Musterportfolio seit Auflage 08/2008	+17,50%	9,52%	1,61
Musterportfolio 2010	+0,85%	3,81%	-
Musterportfolio 2009	+16,92%	8,03%	1,91
Musterportfolio 2008	-0,35%	3,81%	-

Abb. 19/ Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Grafik

Vorübergehende Eurostärke belastet

Der Kursrückgang des Musterportfolios seit Anfang Juni ist nahezu vollständig auf das Fremdwährungsexposure in Form von Geldmarktfonds, Aktien, Rohstoffen und Edelmetallinvestments etc. zurückzuführen. Diese Vermögenswerte notieren hauptsächlich in USD, CAD, AUD, NOK, INR, ZAR, KRW und TWD. Da wir die Performance in Euro ausweisen, wirkt sich die jüngste Stärke der Gemeinschaftswährung gegen alle genannten Valuten negativ auf die Performance aus. Vor allem die Breite der Euroaufwertung kostete mehrere Prozentpunkte. Allein gegen den US-Dollar konnte der Euro in den vergangenen acht Wochen ca. 10% zulegen.

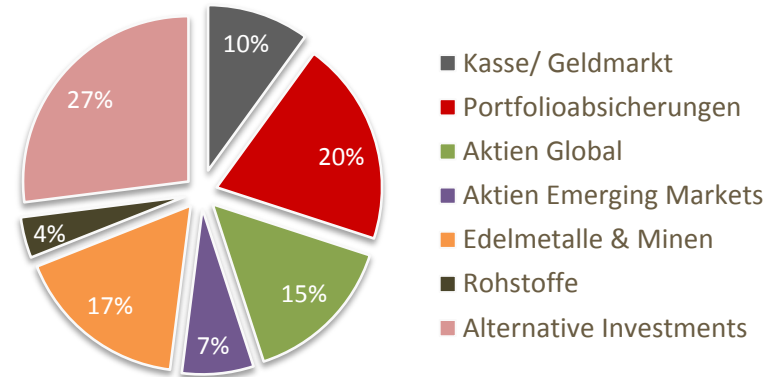
Wir erachten jedoch vor allem die Stärke gegenüber Hochzins- und Rohstoffwährungen, hinter denen gesündere Wirtschaftsräume mit deutlich höherem Wachstum und geringerer Verschuldung als die Eurozone stehen, als temporär und halten an unserer Strategie einer breiten Währungsdiversifikation fest.

Einen weiteren Dämpfer erhielt das Portfolio durch die Korrektur an den Edelmetallmärkten. Im Zuge der Beruhigung der Euro-Krise, spekulativer Gewinnmitnahmen und der saisonalen Schwächephase gaben die Preise für Gold und Silber von ihren diesjährigen Höchstständen zwischen 9 und 15 Prozent ab.

Da die Probleme in Südeuropa und Irland sowie vielen anderen OECD-Staaten unter der Oberfläche weiter existieren und sich sogar verschlimmern, nutzen wir die schwachen Sommermonate zum sukzessiven Ausbau des Edelmetallexposures.

Für die Portfolioabsicherung stocken wir vor den schwierigen Herbstmonaten den CAAM Euro Volatility Fund (Vola aktuell sehr niedrig) sowie den iTraxx Crossover Short ETF (schützt vor Kreditspreadausweitung minderwertiger Corporate-Bonds) auf.

Portfolioallokation*



*Analog [IAM YPOS Strategiefonds](#)/ keine Anlageempfehlung, siehe [Disclaimer S. 22](#)

Abb. 20/ Quelle: Eigene Grafik

Top 10 Portfoliopositionen**

Name	WKN	Anteil	Anlagefokus
iTraxx Crossover Short ETF	DBX0AU	10,0%	Schutz vor Kreditausfallrisiken
CS IRIS Ballanced Zertifikat	A0SN3Y	8,2%	Vereinnahmung von Vers.-Prämien
DWS Convertibles Fund	847426	8,1%	Internationale Wandelanleihen
M&G Global Growth Fund	797745	8,1%	Globale Wachstumsaktien
Geldmarkt-Fonds AU\$	972219	5,1%	Geldmarktpapiere in Austral-Dollar
ETF MSCI Emerging Asia	DBX1MA	4,6%	Aisiatische Aktien ohne Japan
ZKB Gold ETF	A0YDDD	4,5%	Physisches Goldinvestment Schweiz
CAAM Euro Volatility Fund	A0ML43	4,1%	Bidirektionale Volapartizipation
ETFs Physical Silver ETC	A0N62F	4,0%	Partizipation am Silberpreis in Euro
ETF EuroStoxx 50 Short	DBX1SS	3,9%	Partizipation an fallenden Kursen

**Analog [IAM YPOS Strategiefonds](#)/ keine Anlageempfehlung, siehe [Disclaimer S. 22](#)

Abb. 21/ Quelle: Eigene Grafik

Silber - Rohstoff und Währung seit Jahrtausenden

Silber ist das älteste Geld- und Schmuckmetall der Welt. Das weiße Edelmetall wird von Menschen bereits seit etwa dem 5. Jahrtausend vor Christus verarbeitet. Es wurde zum Beispiel von den Assyrern, den Goten, den Griechen, den Römern, den Ägyptern und den Germanen als Schmuck, Geschirr, Münzgeld und sogar zur Keimbefreiung von Trinkwasser genutzt. Zeitweise war es sogar wertvoller als Gold.

Heute dient Silber vor allem als Hightech-Rohstoff in der Industrie. Das Metall mit dem Elementensymbol Ag (lat. Argentum = Silber) ist ein weiches, gut verformbares Edelmetall. Seine physikalischen Eigenschaften machen es unersetzlich:

- **Höchste elektrische Leitfähigkeit aller Elemente**
- **Höchste Lichtreflektion aller Elemente**
- **Höchste thermische Leitfähigkeit aller Metalle**
- **Silber (als Metall u. in ionisierter Form) wirkt antiseptisch**

Aufgrund seiner natürlichen Schönheit und der einmaligen Werkstoffeigenschaften findet das Metall Anwendung in den verschiedensten Bereichen (absteigend nach Bedeutung):

- **Elektronischer Leiter**
- **Oberflächenbeschichtungen (Spiegel, Fenster, Solaranlagen)**
- **Schmuck und Kunst**
- **Münzen und Barren (Investmentmetall)**
- **Fotografie**
- **Silberware (Bestecke, Geschirr)**
- **Medizin (Instrumente, Desinfektion, Radiologie)**
- **Kosmetik**

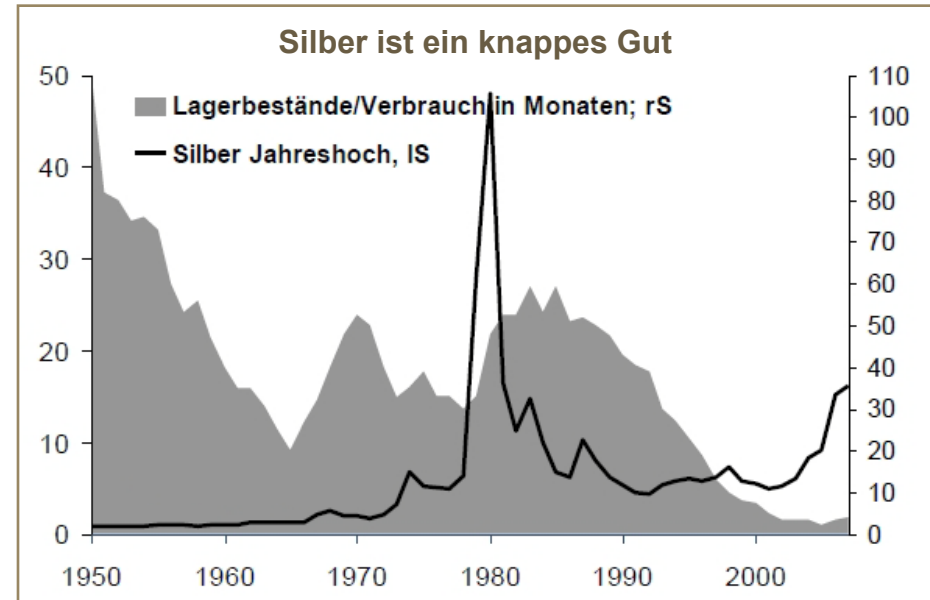


Abb. 22/ Quelle: CPM Group, Bloomberg, Silberjunge.de

Ebenso wie Gold diente Silber über Jahrtausende als Geld. Der Wirtschaftsnobelpreisträger Milton Friedman misst dem „Gold des kleinen Mannes“ sogar eine größere monetäre Bedeutung in der Geschichte der Menschheit als dem teuren gelben Brudermetall. Das erstaunlichste ist jedoch, dass Silber heute überirdisch seltener ist als Gold, da es verarbeitet und weggeschmissen wurde. Wohingegen alles jemals geförderte Gold heute noch zu 95% vorhanden ist. Das seit 7.000 Jahren geförderte Silber liegt heute größtenteils auf den Müllhalden der Welt in Form von Elektroschrott und zerbrochenen Spiegeln. Massenhaftes Recycling lohnt sich zu den aktuellen Preisen nicht, dazu sind die verarbeiteten Mengen pro Produkt einfach zu gering. Welche Fakten noch für Silber als Investment sprechen und welche Investmentmöglichkeiten es gibt, erläutern wir auf unseren Seminaren am 24./25. August in München und Stuttgart.



VSP Financial Services AG
Borsigstr. 18
65205 Wiesbaden
0800-799 1 997 (kostenlose Servicenummer)
finanzmarkt@fondsvermittlung24.de

Die Anlageberatung, die Anlagevermittlung und die Abschlussvermittlung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1, 1a und 2 KWG) von Investmentfonds, Zertifikaten, Anleihen, Aktien, Optionsscheinen, ETFs, Genussscheinen, Optionen, Inhaber- und Orderschuldverschreibungen sowie ETCs bieten wir Ihnen als vertraglich gebundener Vermittler gemäß § 2 Abs. 10 KWG im Auftrag, im Namen und für Rechnung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, Süderstr. 30, 20097 Hamburg, (NFS) an. Die NFS ist ein freies und unabhängiges Finanzdienstleistungsinstitut und verfügt über die erforderlichen Erlaubnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

VSP Financial Services AG
Postfach 3029
65020 Wiesbaden

Bankverbindung
Kto.-Nr.: 79 09 07
BLZ 510 900 00
Wiesbadener Volksbank eG

Amtsgericht Wiesbaden
HRB 23551
Steuernr.: 043 247 87054

Vorstände:
Robert Vitye (Vorsitzender)
Thomas Hellener
Tim Schieferstein

Aufsichtsratsvorsitzender:
Karl-Heinz Kron

VSP Financial Services AG übernimmt keine Haftung für die Verwendung des vorliegenden Dokuments oder seines Inhaltes. Alle Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die der Herausgeber zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments für zuverlässig erachtet. Trotzdem kann keine Gewähr für deren Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit und Angemessenheit übernommen werden - weder ausdrücklich noch stillschweigend.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf irgendeines Wertpapiers dar, noch enthält es die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Keinesfalls stellt dieses Dokument eine Anlageberatung dar und kann eine solche auch nicht ersetzen. Investitionsentscheidungen müssen auf Grundlage des Verkaufsprospektes erfolgen, der von dem Emittenten genehmigt und bei der zuständigen Wertpapieraufsicht hinterlegt ist. Sie dürfen nicht auf Grundlage des vorliegenden Dokuments erfolgen. Die besprochenen Investments können für den einzelnen Anleger, je nach Risikoklasse, Anlageziel und finanzieller Lage, unpassend sein. Jeder Leser, vor allem jeder Privatanleger, ist dringend gehalten, sich vor jeder Investitionsentscheidung umfassend zu informieren und vor der Erteilung einer Order den Ratschlag der Bank, des Brokers oder des Investment respektive Vermögensberaters einzuholen.

VSP Financial Services AG ist nicht verantwortlich für Konsequenzen, speziell für Verluste, welche durch die Verwendung oder die Unterlassung der Verwendung aus den in diesem Dokument enthaltenen Ansichten und Rückschlüsse folgen bzw. folgen könnten. Zurückliegende Wert-, Preis- oder Kursentwicklungen geben keine Anhaltspunkte auf die zukünftige Entwicklung des Investments. VSP Financial Services AG übernimmt keine Garantie dafür, dass der angedeutete Ertrag oder die genannten Kursziele erreicht werden. Es ist möglich, dass VSP Financial Services AG, ein verbundenes Unternehmen, Anteilseigner, Führungskräfte oder Angestellte Käufe oder Verkäufe in einem in dieser Publikation beschriebenen oder damit verbundenen Wertpapieren, Rohstoffen, Fonds oder Unternehmen tätigen oder getätigt haben oder in anderer Weise Anteile an Unternehmen, Rohstoffen oder Fonds dieser Publikation hält. Nähere Informationen enthalten die Hinweise nach § 34b WpHG. Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Service Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement - Exemptions) oder 1996 in der derzeit gültigen Fassung beschrieben sind. Anderen Personen oder Personengruppen darf dieses Dokument weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Dieses Dokument darf weder direkt noch indirekt in die USA oder Kanada oder an US-Amerikaner oder eine Person, die ihren Wohnsitz in Kanada hat, übermittelt werden, noch in deren Territorium gebracht oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments und der darin enthaltenen Informationen in andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen oder kanadischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen. Die Reproduktion, Veränderung oder kommerzielle Nutzung des Dokuments und seines Inhaltes ist untersagt und ist ohne vorherige schriftliche Einwilligung seitens der VSP Financial Services AG unzulässig. VSP Financial Services AG kann gegenüber Jedermann jederzeit ohne Angabe von Gründen die sofortige Unterlassung der Weitergabe des Dokuments verlangen.

Urheberrecht

Die in diesem Dokument veröffentlichten Beiträge sind urheberrechtlich geschützt. Jede ungenehmigte Vervielfältigung, auch auszugsweise, ist unstatthaft. Nachdruckgenehmigungen kann der Herausgeber erteilen.

YPOS Consulting GmbH
Freiherr-vom-Stein-Str. 9 D-64319 Pfungstadt
Fon.: 06157 / 9116409 | Mail: info@ypos-consulting.de
Registergericht: Amtsgericht Darmstadt
Registernummer: HRB 87815

Umsatzst.-Identifikationsnr. gemäß § 27 a Umsatzsteuergesetz: DE 264 825 663