

Makro-VIEW

> **Nebelbank /**
Mit welchen Konjunktur-Szenarien jetzt zu rechnen ist. *Seite 1*

Equity-VIEW

> **Mit Durchblick /**
Welche Sektoren können der schwächeren Konjunktur trotzen? *Seite 3*

Bond-VIEW

> **Neue Sichtweise /**
Warum Staatsanleihen mittlerweile ein Risikofaktor sein können. *Seite 5*

Allocation-VIEW

> **Im Schongang /**
Das Balance-Portfolio fährt die Risikopositionen stark zurück. *Seite 7*

CIO DER DWS



> **Asoka Wöhrmann**
Chief Investment Officer und
Leiter des DWS-Fondsmanagements

NEBELBANK

/ Die Schuldenkrise frisst sich nach Kerneuropa durch. Was für Banken und Konjunktur zu erwarten ist. /

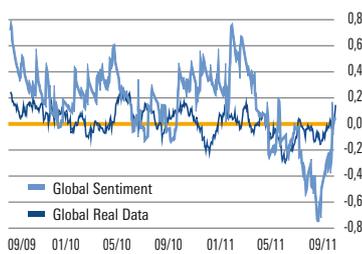
Kennen Sie die Nummer 2.2.03-500 aus dem amtlichen Fragenkatalog für die theoretische Führerscheinprüfung? „Sie fahren bei Nebel auf der Autobahn und haben 50 Meter Sicht. Wie schnell dürfen Sie höchstens fahren?“ Die Antwort lautet 50 km/h – nicht wirklich schnell für tempoverwöhnte Autobahnfahrer. Ähnlich sollten es Anleger derzeit an den Kapitalmärkten handhaben. Auf Sicht zu fahren scheint das Gebot der Stunde, auch wenn es risikofreudigen Investoren angesichts günstiger Bewertungen zuweilen schwer fallen mag. Die extreme Abhängigkeit von politischen Entscheidungen vernebelt derzeit den Blick auf die Kapitalmärkte.

Michigan) noch auf Rezessionsniveau (siehe Grafik links unten).

Der Grund, warum die Turbulenzen an den Märkten bis dato nicht stärker auf die Realwirtschaft durchschlagen, sind die aus der Finanzkrise 2008/2009 gezogenen Lehren. Das Gros der Unternehmen hat nach dem Lehman-Kollaps die Verschuldung heruntergefahren, Kreditlinien gesichert und um waghalsige Übernahmen einen weiten Bogen gemacht. Der Bloomberg-Financial-Conditions-Index hat sich zwar im Zuge der europäischen Schuldenkrise verschlechtert, notiert aber noch deutlich über den in der Lehman-Krise gesehenen Niveaus (siehe Grafik Seite 2 oben). Die Gegenüberstellung von Wirtschaftsdaten aus den Jahren 2008 und 2011 zeigt zudem die Unterschiede auf: Im Zeitraum Januar bis August 2008 sank die Industrieproduktion in den USA, die Beschäftigung ging zurück, und in Europa stagnierte die Industrieproduktion. Ganz anders das Bild 2011: Die US-Industrieproduktion stieg, der Arbeitsmarkt wurde entlastet und in Europa verbuchte die Industrieproduktion ein kräftiges Plus (siehe Grafik Seite 2 mittig). Bleibt die Zerschlagung der belgisch-französischen Bank Dexia ein Einzelfall, sollte es weder im aggregierten Europa noch in den USA zu einer

STIMMUNG VS. REALITÄT

> **Lücke geschlossen:** Im Sommer nährten die einbrechenden Stimmungsindikatoren die Angst vor einer erneuten Rezession. Umso kraftvoller ist nun der Stimmungsumschwung.



Quelle: DWS, 10/2011

GUTER STOSSDÄMPFER

In einem Punkt hat sich der Nebel ein Stück weit gelichtet. Die Stimmung war tatsächlich schlechter als die Lage. Die an dieser Stelle im Juli beschriebene Lücke zwischen Sentiment und Realwirtschaft hat sich wie vermutet durch eine Stimmungsaufhellung geschlossen (siehe Grafik links oben). Eine ähnliche Entwicklung ist in den USA bezüglich der Konsumentenstimmung zu erwarten. Während die Einzelhandelsumsätze gegenüber dem Vorjahr zwischen 7 und 10 Prozent zulegen, befindet sich das Verbrauchervertrauen (University of

KLAFFENDES LOCH

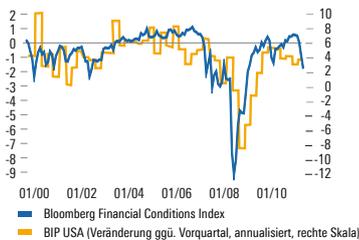
> **Annäherung voraus:** Die Umsätze im US-Einzelhandel wachsen beständig um sieben bis zehn Prozent – und das trotz depressiv anmutender Werte des Konsumentenvertrauens.



Quelle: Bloomberg, 10/2011

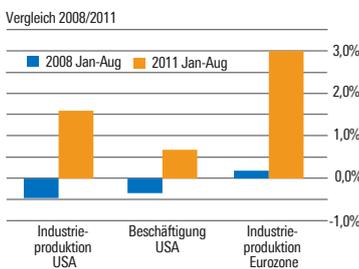
WENIG DRAMATISCH

> **Bessere Ausgangslage:** Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen sind deutlich entspannter als zu Zeiten der Lehman-Krise.



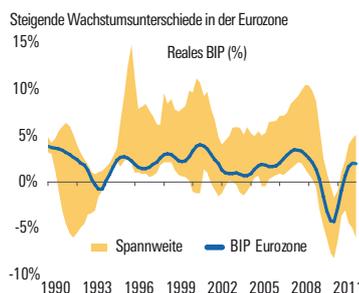
KEIN VERGLEICH

> **Divergenz:** Während die Stimmung im Spätsommer an die Finanzkrise 2008/2009 erinnert, spiegeln die aktuellen Konjunkturdaten ein robusteres Bild wider.



OHNE AUSGLEICH

> **Strukturelle Unterschiede:** Die Länder der EWU wachsen unterschiedlich schnell. Das wäre kein Problem, wenn es denn Ausgleichsmechanismen gäbe.



Rezession kommen. Während die Peripherie auf dem alten Kontinent mit einer schrumpfenden Wirtschaft zu kämpfen haben dürfte, bekommt das Wachstum in Deutschland, Frankreich und den USA lediglich einen Dämpfer. Wir haben unsere Prognosen für das BIP-Wachstum 2011 auf 1,6 Prozent für Europa (zuvor 2 Prozent) und 1,7 Prozent für die USA (zuvor 2,7 Prozent) herunterschraubt. Stichwort Inflation: Die Abkühlung führt zu einer zyklischen Entspannung, nicht allerdings zu einer Deflation. Langfristig bleiben die Risiken einer anziehenden Teuerungsrate bestehen. Die Tatsache, dass die Bank of England Anfang Oktober bei einer Inflationsrate von 4,5 Prozent ein Anleihen-Kaufprogramm (QE2) mit einem Umfang von 75 Milliarden Pfund verkündet hat, die EZB zeitgleich mit Verweis auf Inflationsgefahren an ihrem Leitzins von 1,5 Prozent festhält, könnte den Eindruck erwecken, dass die Zentralbanken wenig koordiniert agieren.

WENIG HILFREICH

Keine Rezession bei weiterhin holprigen Märkten – die Wahrscheinlichkeit des beschriebenen Szenarios stufen wir derzeit mit 60 Prozent ein. Da wir die Möglichkeit positiver Wachstumsüberraschungen lediglich bei 10 Prozent sehen, bleibt mit 30 Prozent zugegebenermaßen eine nicht zu unterschätzende Wahrscheinlichkeit für unser Negativ-Szenario: Eine weitere Verschärfung der Bankenkrise würde die Finanzierungsbedingungen deutlich verschlechtern. Der Konsum würde durch sinkende Reallöhne bei gleichzeitig hohen Energie- und Nahrungsmittelpreisen einen herben Rückschlag erleiden, und ein sich verlangsamender Welthandel würde Chinas Bemühungen um ein Soft-Landing konterkarieren. Kurzum: Es entstünde ein Umfeld, das bei der Lösung der europäischen Schuldenkrise wenig hilfreich sein dürfte.

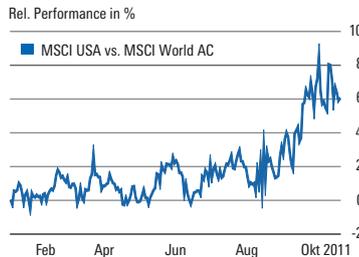
Eine entscheidende Rolle kommt also in den kommenden Wochen den Politikern in Europa und der Lösung der Schuldenkrise zu. Schließlich sind die Ursachen für die Turbulenzen – drastische Leistungsunterschiede unter den Ländern bei gleichzeitig fehlenden Ausgleichsmechanismen – nicht behoben (siehe Grafik links unten). Wir sind an einem Punkt angelangt, an dem sich das System nicht mehr von allein stabilisieren kann. Wir brauchen fundamentale Änderungen am Setup des Euros, was nicht innerhalb weniger Wochen gelingen kann. Daher werden wir uns weiterhin von Eskalationsstufe zu Eskalationsstufe hangeln. Dazwischen wird es Phasen der Beruhigung geben – immer dann, wenn von der Politik Reaktionen erzwungen worden sind. Das nächste große Thema, das zentralen Einfluss auf Frage: „Rezession: ja oder nein?“ haben wird, ist eine mögliche Rekapitalisierung der Banken.

CRASHGEFAHR SENKEN

Die Nebelschwaden werden sich also nicht so bald auflösen. Und angesichts der verbreiteten Unsicherheit lohnt noch ein zweiter Blick in den Führerschein-Fragenkatalog. Frage 2.2.03-008: „Sie fahren 100 km/h und haben 1 Sekunde Reaktionszeit. Wie lang ist der Reaktionsweg nach der Faustformel?“ 30 Meter. Dazu kommen noch einmal rund 100 Meter Bremsweg. Auf die Aktienmärkte übertragen bedeutet das: hunderte DAX-Punkte. Gegen die Überholspur – also kräftige Engagements – spricht derzeit, dass schlechte Meldungen wie zum Beispiel ein Downgrade Frankreichs eine latente Crash-Gefahr darstellen. Ein Zyklus kann in drei Börsentagen komplett gedreht werden. Das ist allerdings genauso ein Argument gegen Short-Trades. Wer im Nebel verängstigt auf der Bremse steht, riskiert den Auffahrunfall. Wie sich vor diesem Hintergrund das DWS-Fondsmanagement positioniert – siehe folgende Seiten.

US-AKTIE BELASTBAR

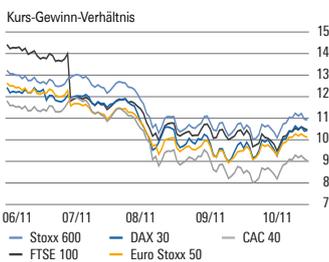
> **Fels in der Brandung:** Viele Anleger flüchteten vor der europäischen Schuldendiskussion in amerikanische Unternehmenstitel.



Quelle: Thomson Reuters Datastream, 10/2011

NIEDRIGES KGV

> **Günstig:** Die europäischen Aktienmärkte sind in Anbetracht des extrem niedrigen Bewertungsniveaus wieder recht attraktiv.



Quelle: Bloomberg, 10/2011

HISTORISCH GÜNSTIG

> **Rekordstand:** Im Vergleich notiert der Informationstechnologiesektor nahe seiner Tiefstände der vergangenen 30 Jahre.



Quelle: RBC CM Quantitative Research, 09/2011

MIT DURCHBLICK

/ Hohe Volatilität wird den Markt weiter beschäftigen. DWS-Fondsmanager setzen daher zwei Schwerpunkte. /

Ein Bonmot, das auch dem scheidenden EZB-Präsidenten Jean-Claude Trichet in den Mund gelegt wurde, umschreibt die Börsenlage vom Spätsommer treffend und mit einem Augenzwinkern: „Wir erleben eine Symbiose aus Theorie und Praxis. In der Praxis funktioniert alles, aber keiner weiß warum. In der Theorie funktioniert nichts, aber jeder weiß warum. In den zurückliegenden Monaten hat nichts funktioniert, und keiner weiß warum.“

Die extremen Schwankungen am Aktienmarkt sind Ausdruck einer weit verbreiteten Verunsicherung. Viele Akteure stochern im Nebel, gelehrt von Politikern, denen Kritiker zuweilen mangelnde Orientierung unterstellen. Selbst nach der von uns prognostizierten Zustimmung des slowakischen Parlaments zur Erweiterung des Rettungsschirms wird die Umsetzung der Beschlüsse des Europäischen Rates vom 21. Juli noch für Wochen die Aktienmärkte beschäftigen – auch wenn die Politik zuletzt deutlich stärkeren Willen bewiesen hat, die Probleme zu lösen.

NEUE WERTSCHÄTZUNG

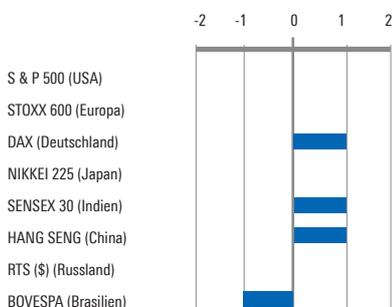
Unabhängig von den Unwägbarkeiten scheint jedoch klar: Das Wirtschaftswachstum schwächt sich ab. Daher setzt das Fondsmanagement der DWS länder- und branchenübergreifend vor allem auf Unternehmen, die selbst in einem schwierigen Marktumfeld noch wachsen können. Außerdem richtet die DWS ihren Blick stark auf Titel mit Bilanzqualität. Solide Finanzen wurden in den zurückliegenden zehn Jahren an der Börse nicht über Gebühr honoriert. Das sollte sich jedoch in

Zeiten, in denen zum Beispiel Trichet vor Problemen mit „systemischer Dimension“ warnt, ändern.

Einen ersten Eindruck, in welchem Rahmen die Schuldenkrise auf die Unternehmen durchschlägt, wird die am 11. Oktober angelaufene Berichtssaison verschaffen. Da wie erwähnt die Lage nicht so schlecht ist, wie die Stimmung im Spätsommer suggeriert hat, sollte die Zahlenflut vorübergehend zu einer Beruhigung an den Börsen führen. In diesem Umfeld dürfte der deutsche Aktienmarkt am stärksten profitieren, schließlich wurde der DAX-Future während des Kurssturzes im August und September dank seiner Liquidität von Investoren kräftig verkauft. Das Short-Sell-Verbot in einigen Ländern Europas trieb Investoren auf der Suche nach Deckung vor Schuldenkrise und Konjunkturrisiken in diese Richtung. Folge: Der DAX hatte relativ zum S&P 500 zwischenzeitlich mehr als 15 Prozent verloren. Und das, obwohl allein die DAX-100-Unternehmen im laufenden Jahr 80 Milliarden Euro verdienen. Ein Rekord, ebenso wie die in den vergangenen zwei Jahren um 80 Prozent auf 170 Milliarden Euro gekletterten Bargeldreserven. Der DAX sollte also Boden gut machen. Das heißt nicht, dass US-Aktien in Vergessenheit geraten sollten. Da amerikanische Titel als „sicherer Hafen“ fungieren und weiterhin fungieren dürften (siehe Grafik links oben), wäre ein Untergewicht kurzfristig mit zu viel Risiko verbunden. Auf Sicht von einem Jahr erscheint die Strategie dagegen vielversprechender. Hinter unserer nach wie vor neutralen Haltung zu Emerging Markets (auf Sicht von drei Monaten) steckt die Überlegung, dass sich die Schwellenländer an der Börse noch nie deutlich

REGIONEN

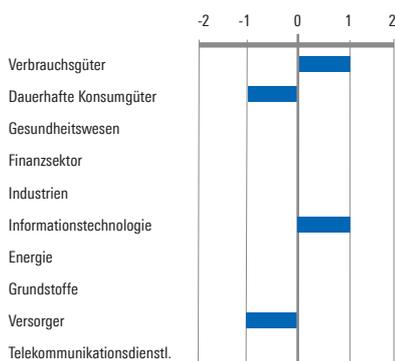
> **Deutschen Aktien** messen wir derzeit wieder attraktive Aussichten bei.



-2 = stark untergewichtet; 0 = neutral; 2 = stark übergewichtet
Quelle: DWS, Stand: Oktober 2011

SEKTOREN

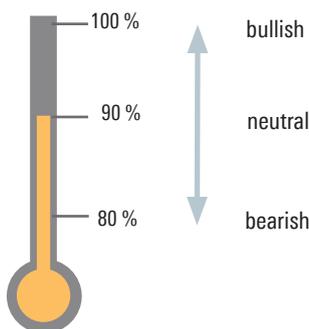
> **Hersteller von Gütern des täglichen Bedarfs und IT-Produkten** stehen im Fokus.



-2 = stark untergewichtet; 0 = neutral; 2 = stark übergewichtet
Quelle: DWS, Stand: Oktober 2011

DWS-AKTIEQUOTE

> Die **neutrale DWS-Einschätzung** zu den globalen Aktienmärkten spiegelt sich in der DWS-Aktienquote wider.



Quelle: DWS, 10/2011

von etablierten Aktienmärkten lösen konnten. Die Abkopplung gelingt besser beim Wirtschaftswachstum, auch wenn sich dieses in den kommenden Monaten selbst in den aufstrebenden Emerging Markets verlangsamen sollte. Es bleibt 2011 ein BIP-Plus von geschätzt 6 Prozent, 2012 von 5 Prozent. Diese Dynamik in Verbindung mit einer moderaten Bewertung (das aktuelle Kurs-Buchwert-Verhältnis liegt im unteren Quartil seiner zehnjährigen Handelsspanne) erklärt, warum wir langfristig Engagements durchaus für aussichtsreich halten.

Unter den Schwellenländern hatten wir zuletzt unser Augenmerk auf China gelenkt – zu früh, wie sich gezeigt hat. Dies ist jedoch kein Grund, die Übergewichtung der Volksrepublik zurückzunehmen. China hat noch vor den Industrienationen die Korrektur eingeleitet, und das Land wird sie vermutlich auch als eines der ersten beenden. Reduziert hat die DWS ihr Engagement in Indonesien. Der Aktienmarkt dort zeigte sich bis zuletzt extrem robust. Die Zyklik einer massiven Korrektur lehrt, dass vor allem Bereiche, die besonders gut gelaufen sind und die in der Vergangenheit Flows angezogen haben, am Ende unter Gewinnmitnahmen leiden (siehe auch Seite 6, Emerging-Markets-Corporates).

BRANCHEN IM FOKUS

Rückblickend war die Entscheidung Konsumaktien überzugewichtet richtig, der Sektor konnte sich im zurückliegenden Quartal noch am besten schlagen. In den kommenden Wochen räumen wir kurzlebigen Konsumgütern deutlich mehr Potenzial ein als langlebigen. Energiewerte haben sich ebenfalls vergleichsweise gut entwickelt – vor allem in Anbetracht der zyklischen Natur des Sektors. Eine weitere Outperformance trauen wir Energietiteln aber nicht zu. Finanzwerte konnten zuletzt wieder Boden gut machen, sie zählten im Spätsommer aber zu den größten Verlierern. Vor allem Ban-

ken bleiben im aktuellen Umfeld unter verschärfter Beobachtung (siehe auch Seite 5, Stichwort Bankenkrise). Die klassischen Bewertungskennziffern liegen hier zwar auf einem extrem niedrigen Niveau, könnten aber ein Zerrbild wiedergeben. Die zugrundeliegenden Gewinnschätzungen (Starmine) sind immer noch unrealistisch hoch. Analysten prognostizieren für den Finanzsektor 2012 ein Gewinnplus gegenüber dem Vorjahr von 17,7 Prozent. Das ist mehr als sportlich. Auch das erwartete durchschnittliche Plus aller Branchen von 13,6 Prozent schmälert ein wenig das positive Überraschungspotenzial. Ein Sektor, der sich trotz hoher Erwartungen gut schlagen sollte, ist Technologie. Einst als High-Beta-Play verschrien, überzeugt der Tech-Sektor inzwischen mit Werthaltigkeit: Von den 30 Titeln mit der größten Marktkapitalisierung plagen sich nur drei Unternehmen mit Schulden. 27 sitzen auf – mitunter großen – Cash-Positionen. Zusätzlich trumpft der Bereich mit historisch günstigen Bewertungen auf, die unserer Meinung nach auf konservativeren Annahmen basieren als die angesprochenen KGVs im Finanzsektor (siehe Grafik Seite 3 links unten).

KLEIN ABER NICHT FEIN

Von Small Caps hatten wir im Juli an dieser Stelle abgeraten. Wenige Tage später stand der Bereich besonders unter Verkaufsdruck und in der Spitze gab er zum breiten Markt rund fünf Prozentpunkte ab (MSCI Small Cap World vs. MSCI World). Auch wenn sich der Markt ein Stück weit stabilisieren sollte, blicken wir weiterhin mit etwas Skepsis auf die kleinen und mittelgroßen Unternehmen. Die Gewinnerwartungen sind für das Gros der Titel überzogen. Von den Frühindikatoren kommt nicht genug Unterstützung, um die hohen Ziele zu rechtfertigen. Außerdem spricht eine gewisse Saisonalität gegen Small Caps, die in den vergangenen Jahren häufig bis Dezember underperformten.

NERVOSITÄT

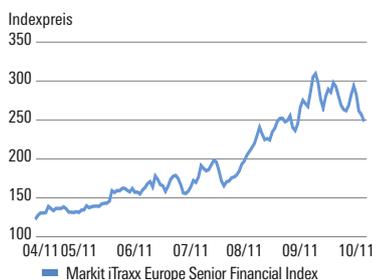
> **Volatilität Bundesanleihen:** Nicht nur an den Aktienmärkten, sondern auch an den Bondmärkten ging es in den vergangenen Wochen vergleichsweise lebhaft zu.



Quelle: Thomson Reuters Datastream, 10/2011

VERUNSICHERUNG

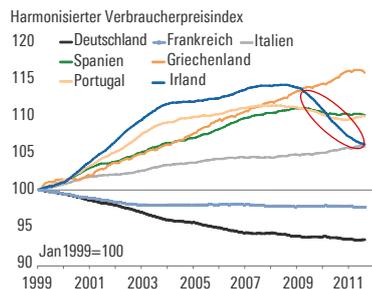
> **Mit Aufschlag:** Die Kreditausfalls-Versicherungsprämien sind im Rahmen der Schuldenkrise in die Höhe geschossen. Hohe Bestände an Staatsanleihen belasten.



Quelle: Thomson Reuters Datastream, 10/2011

MUSTERSCHÜLER

> **Rasante Wandlung:** Während die Anpassungsbemühungen der Iren deutliche Früchte tragen, bleibt Griechenland hinter den gesteckten Zielen zurück.



Quelle: Morgan Stanley; Stand: 10/2011

NEUE SICHTWEISE

/ Paradigmenwechsel an den Rentenmärkten: Warum Staatsanleihen zum Risikofaktor geworden sind. /

Einst galten sie als langweilig und solide: europäische Staatsanleihen. Seit der Lehman-Krise, seit sich Gläubiger wieder genauer anschauen, wem sie eigentlich ihr Geld leihen, haben die Papiere die Langeweile abgestriffen. Ein paar Monate und eine Fast-Pleite Griechenlands später hatte sich dann auch das „solide“ erledigt. Genau das ist allerdings zum zentralen Problem in der Schuldenkrise geworden: Abseits der Einlagen bei den Zentralbanken scheint es keine risikolosen Anlagen mehr zu geben. Der diskutierte Stresstest für Banken veranschaulicht das Problem. Eine in Deutschland beheimatete Bank mit traditionell hohem Engagement in deutschen Staatsanleihen kann Bundesanleihen wohl als sichere Anlage verbuchen. Wie steht es aber um eine spanische Bank und ihrem wahrscheinlich großen Bestand an spanischen Staatspapieren? Und, um die Sache einmal auf die Spitze zu treiben: Sind deutsche Staatsanleihen überhaupt ein „risk-free Asset“? Ein Blick auf die Rendite und die Antwort lautet: „unbedingt“. Sonst wäre die Rendite von derzeit rund zwei Prozent für 10-jährige Papiere wohl kaum zu rechtfertigen. Steigende Preise für Kreditausfallversicherungen signalisieren dagegen: „nicht mehr“!

IN DER ZWICKMÜHLE

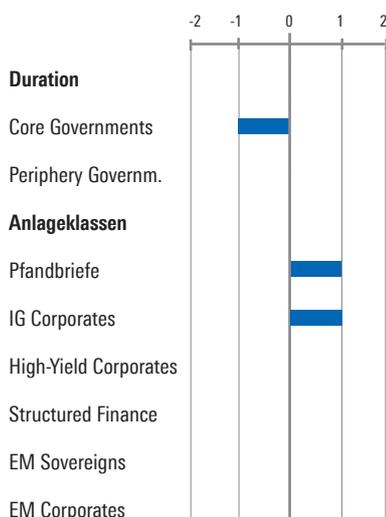
Bei der Frage nach der Risikofreiheit von Bunds können wir uns dennoch zu einem klaren „ja“ durchringen. Seit die Länder aber nicht mehr im Ernstfall die Notenpressen anwerfen können, lässt sich das nicht mehr von vielen Staatspapieren

behaupten. Die Schuldenkrise wird somit zur Bankenkrise. Die Forderung, statt Kapitalmaßnahmen für Banken zu erzwingen lieber Schutz vor dem Ausfall von Staatsanleihen zu bieten, findet hier ihren Ursprung.

Der Markt reagiert weltweit mit einem klaren Split auf die undurchsichtige Lage: Unverdächtigen Staatspapieren wie US-Treasuries und Bunds wird wenig Risiko beigemessen – und entsprechend bleibt die Rendite auf der Strecke. Auf der anderen Seite führt jede Spur von Misstrauen zu kräftigen Zinsaufschlägen. Länder, deren Wirtschaft schwächelt, stehen sofort unter Generalverdacht. Das führt zu einem interessanten Phänomen bei der Zinsstruktur und stellt die EZB in Sachen Zinspolitik vor eine schier unlösbare Aufgabe. Denn der Transmissionsmechanismus funktioniert nicht mehr. Volkswirtschaften mit starkem Wachstum stünde klassisch ein steigender Zins gut zu Gesicht. Zeitgleich drückt der Ansturm auf die jeweiligen Staatspapiere der vermeintlich soliden Länder die Renditen in den Keller. Von antizipiertem Leitzinsanstieg kann nicht die Rede sein. Länder wie Griechenland oder Portugal dagegen könnten mit niedrigen Zinsen versucht sein, Schwung in die Wirtschaft zu bringen. Doch selbst wenn die EZB den Leitzins auf null senken würde, käme das günstige Geld nicht dort an, wo es benötigt würde: bei den Unternehmen. Die Banken in den Krisenländern lechzen in erste Linie nach Eigenkapital. Kredite werden nur ungern vergeben. In Deutschland wiederum könnte ein Nullzins bei der derzeitigen Melange aus halbwegs robustem Wirtschaftswachstum und einer Inflationsrate

ALLOKATION

> **Im Anleihenportfolio** bleiben wir am kurzen Ende des Laufzeitenspektrums positioniert. Bevorzugt werden derzeit Covered Bonds und Unternehmensanleihen.



-2 = stark untergewichtet; 0 = neutral; 2 = stark übergewichtet
Quelle: DWS; Stand: Oktober 2011

von 2,9 Prozent die falschen Impulse geben. Wir glauben daher nicht an eine bevorstehende Zinssenkung im europäischen Währungsraum. Kommt es bis zum Jahresende doch, wie vom Gros der Analysten erwartet, zu einem Zinsschritt von 25 Basispunkten nach unten auf 1,25 Prozent, dürfte diese Aktion wohl den Stempel „symbolisch“ tragen.

SPREADS NUTZEN

Die Ausgangslage führt dazu, dass die DWS im Großen und Ganzen zwei Bögen um Staatsanleihen macht. Einen großen um die risikoreichen Papiere, da Heldentaten immer noch nicht angebracht erscheinen. Schließlich ist die Schuldenfrage in Europa mitnichten geklärt, auch wenn die zuletzt gute Stimmung an den Börsen das suggerieren könnte. Und einen kleinen um die vermeintlich soliden Titel, da die verbliebenen Risiken in keinem gesunden Verhältnis zu den dürftigen Renditen stehen.

Für die kommenden Monate aussichtsreicher erscheinen Covered Bonds. Die Papiere haben ein Stück weit ihre enge Korrelation zu Staatsanleihen verloren. Das liegt vor allem an der EZB, die mit ihrem Aufkaufprogramm dem Segment Aufmerksamkeit zukommen lässt, Liquidität zuführt und die Kurse stützt. Vor diesem Hintergrund rücken insbesondere französische und italienische Titel auf die Beobachtungsliste der DWS. Auch spanische Cédulas mit einer Laufzeit von weniger als 4 Jahren können zu einem vorsichtigen Einstieg genutzt werden. Deutsche Pfandbriefe stehen weniger in unserem Fokus, da es aus anderen Ländern Papiere mit der gleichen Volatilität, aber höheren Spreads gibt.

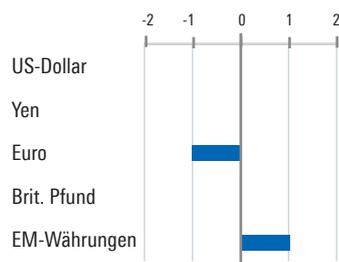
Stichwort hohe Aufschläge: Immer mehr Unternehmensanleihen belohnen Investoren für Engagements, insbesondere Titel aus dem High-Yield-Bereich erscheinen wieder attraktiv. Wir bauen

unser lange erfolgreich gehaltenes Untergewicht im Finanzsektor sehr langsam zugunsten einer neutraleren Positionierung ab. Durch die Anpassung wird der Gesamtbereich Corporates peu à peu in die Richtung „Übergewichtung“ bewegt, da die bisherige neutrale Haltung vor allem das Resultat einer positiven Grundstimmung mit einem deutlichen Untergewicht bei Banktiteln war. Das Ziel wird sein, insbesondere über Neuemissionen interessante Papiere einzusammeln.

Unternehmensanleihen aus Schwellenländern schlagen sich dagegen mit einem Makel herum: Sie sind und waren zu erfolgreich unterwegs. Das Niveau, auf dem Emerging-Markets-Corporates auf dem Höhepunkt der Krise notierten, gleicht dem Stand von Mai 2010, als am Kapitalmarkt noch Ruhe herrschte. Druck ist nun aus verschiedenen Richtungen zu erwarten. Bei einer weiteren Eskalation werden viele Marktteilnehmer versucht sein, die letzten verbliebenen Positionen, die einen Gewinn vorweisen können, zu realisieren. Außerdem haben Emerging-Markets-Währungen – einmal abgesehen vom künstlich niedrig gehaltenen Renminbi – weiteres Abwärtspotenzial. In Krisen sind Fluchtwährungen wie der Dollar gefragt, weshalb wir seit Wochen den Greenback dem Euro vorziehen. Die jüngste Beruhigung in der Schuldenkrise rechtfertigt noch keinen Schwenk zu Gunsten der Einheitswährung. Auch AAA-Währungen aus Ländern außerhalb des Euro-Raums wie Schweden, Norwegen, Kanada oder Australien scheinen derzeit die bessere Option zu sein. Wir hatten zudem schon vor ein paar Monaten auf den Yen und die Interventionen der Bank of Japan hingewiesen. Derzeit findet der Dollar gegenüber dem Yen eine magische Unterstützung unterhalb einer Marke von 76 USD/Yen. Wer darauf vertraut, dass diese unsichtbare Hand weiterhin interveniert, dem bietet sich hier eine Chance.

WÄHRUNGEN

> **AAA-Währungen** außerhalb des europäischen Währungsraums erscheinen aktuell attraktiver als die Einheitswährung. Selbst den Dollar ziehen wir als „Safe Haven“ im direkten Vergleich vor.



-2 = stark untergewichtet; 0 = neutral; 2 = stark übergewichtet
Quelle: DWS; Stand: Oktober 2011

IM SCHONGANG

MAKROBILD

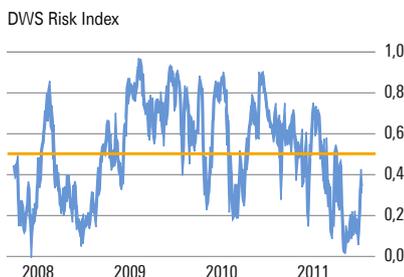
> Rückgang: Der DWS Macro Index hat sich im Jahresverlauf spürbar eingetrübt, nicht zuletzt aufgrund des sinkenden US-Konsumentenvertrauens.



Quelle: DWS; Stand: 17. Oktober 2011

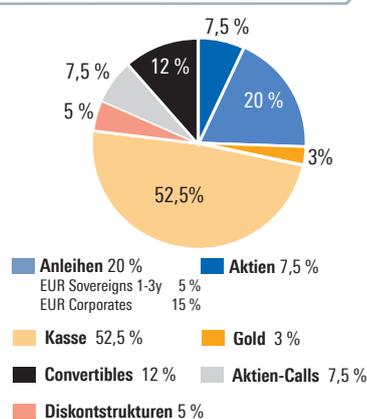
RISIKOUMLIEGE

> Sommergewitter: Im Juli und August wurde es an den Börsen volatil. Zuletzt deutete der DWS Risk Index wieder auf eine leichte Entspannung der Lage hin.



Quelle: DWS; Stand: 17. Oktober 2011

PORTFOLIO-ALLOKATION*



* Gesamt-Exposure 107,5 % durch Einsatz von Optionen; 7,5 % direktes Risiko-Exposure + 12,5 % indirektes Risiko-Exposure (7,5 % Calls, 1 % Diskontstrukturen (Delta = 0,2), 4 % Convertibles (Delta = 1/3))

Quelle: DWS; Stand: 17. Oktober 2011

/ Schwankende Börsen legen Anlegern vermeintlich das Aussitzen nahe. Dabei birgt die Volatilität auch Chancen. /

Von Ende Juli bis Anfang Oktober spielten die Märkte das Schreckensszenario mit aller Konsequenz durch: Double-Dip-Rezession in den USA, Banken- und Staatspleiten in Europa und Konjunkturerinbruch in China. Marktteilnehmer brachten ihr Kapital in Deckung – raus aus Aktien, dem Euro und Unternehmensanleihen, rein in die sicheren Häfen. Anleihen höchster Qualität waren gefragter denn je, während alles andere zum Teil empfindlich abgestraft wurde. Ein Beispiel: Binnen sechs Monaten halbierte sich die erwartete Rendite zehnjähriger Bundesanleihen und verharrte daraufhin wochenlang in der Nähe historischer Tiefstände. Erst im Oktober zog die Rendite wieder an. Die Aktienmärkte bekamen die Unruhe zunächst besonders zu spüren. Nach einem kräftigen Absacker im August stabilisierten sich die Märkte wieder und tendierten mit erheblichen Richtungswechseln seitwärts.

AUF SICHT FAHREN

Aufmerksames Handeln ist daher trotz der ersten Entspannung in Sachen Schuldenfrage und Konjunkturdaten weiterhin oberste Pflicht. Einen ähnlichen Schluss legen die DWS-eigenen Indikatoren (siehe links) nahe. Wer in seinem Depot ein ausgewogenes Chance-Risiko-Verhältnis anstrebt, sollte in diesem Umfeld genügend Pulver trocken halten. So halten wir es auch im Balance-Portfolio: Noch sind die Risikoinvestments (Aktien und Aktienderivate) zugunsten der Geldmarktposition deutlich untergewichtet. Gegenüber Juli haben wir die Cash-Quote von 19 auf 52,5 Prozent mehr als verdoppelt. Tail-Risks, also die Gefahren exorbi-

tanter Marktschocks, werden über Kreditausfallversicherungen auf US-Treasuries abgedeckt, die derzeit recht günstig zu haben sind. Ein kompletter Ausstieg aus risikobehafteten Anlagen dürfte aber übertrieben sein. Die Turbulenzen sollten den Blick auf die Fakten nicht vernebeln. Die robusten Wirtschaftsdaten, das Bewertungsniveau am Aktienmarkt und die Zuversicht im Unternehmenssektor sind weitaus positiver, als es die Sentiment-Indikatoren zwischenzeitlich nahegelegt haben (siehe auch Seite 1).

VOLA-SPIEL

Im Aktienbereich halten wir unser Exposure mit rund 20 Prozent (direkt und indirekt) verhältnismäßig gering und bleiben defensiv aufgestellt. Hoffnungsschimmer: Unternehmensanteile (insbesondere in Europa) haben schon kräftig Federn lassen müssen. Zudem sind sie momentan attraktiv bewertet, schließlich könnten die Unternehmensgewinne im kommenden Jahr weltweit mit zweistelligen Zuwachsraten steigen (siehe Seite 4). Wir bleiben breit diversifiziert in Europa und den USA. Die reine Aktienposition gewichten wir mit 7,5 Prozent. Bevor wir in größerem Umfang wieder einsteigen, warten wir nachhaltige Anzeichen für eine weitere Lageentspannung ab. Dazu zählen vor allem ein aufklärendes Bild in Bezug auf die US-Makrodaten und eine eindeutige Lösung für die Euro-Schuldenkrise (oder zumindest ein Vorschlag mit Fahrplan seitens der Politik) in Verbindung mit einem Plan für die Rekapitalisierung des Bankensektors. Unterdessen sind nach wie vor Derivate-Strategien interessant. Mit dem

GOLDBÄREN

> Perspektive: Mitte September gab der Goldpreis zeitweise um mehr als 15 Prozent nach. Die Erhöhung der Hinterlegungspflichten (Margin) für Gold-Terminkontrakte und die Dollar-Stärke wurden dafür verantwortlich gemacht. Fundamental hat sich die Lage am Goldmarkt jedoch nicht geändert.



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 13. Oktober 2011

DISCLAIMER

Impressum

Verantwortlich für die Inhalte:
DWS Investment GmbH
60612 Frankfurt am Main

Redaktion:
Mirko Münch, Kathrin Mahr,
Erik Schul

Rechtshinweise

© DWS Investments 2011.
Stand: 18. Oktober 2011

Die hierin enthaltenen Informationen beruhen auf Angaben von DWS Investments oder öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung der DWS Investment GmbH wieder. Die in Einschätzungen zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Alle Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus.

DWS active VIEW wurde redaktionell am 18. Oktober 2011 geschlossen.

Verkauf kurz laufender Put-Optionen auf Aktienindizes lassen sich aufgrund der hohen impliziten Volatilität derzeit recht einträgliche laufende Einnahmen erzielen (Laufzeiten bis einschließlich Dezember 2011 mit gestaffelten Strike-Werten). Als Basiswerte eignen sich vor allem europäische Indizes, die durch den Sell-Off ein attraktiveres Bewertungsniveau als die US-Börsen erreicht haben. Darüber hinaus eröffnen Diskontstrukturen die Chance auf risikoadjustierte Seitwärtsrenditen. Über Convertibles bekommt das Portfolio weiteres indirektes Exposure zum Aktienmarkt. Im Sektorenvergleich werden die Grundstoffe übergewichtet. Minenbetreiber und Unternehmen aus dem Bereich Industriemetalle haben bereits stärker korrigiert, als es die zurückgekommenen Metallpreise plausibel erklären können. Selbst ein noch kräftigerer Preisverfall dürfte die Aktien-Performance des Sektors nicht über Gebühr treffen. Bei der zyklisch geprägten chemischen Industrie ist dagegen angesichts der reichlichen Vorschusslorbeeren eher Zurückhaltung gefragt.

QUALITÄT BEVORZUGT

Auf der Rentenseite ist das Balance-Portfolio ähnlich defensiv aufgestellt.

Staatsanleihen höchster Qualität machen derzeit rund fünf Prozent des Gesamtportfolios aus, von der Euro-Peripherie halten wir nach wie vor Abstand. Relativ aussichtsreich nach dem starken Sell-Off im August und im September sind Unternehmensanleihen. Die Preisabschläge der vergangenen Wochen nehmen eine Rezession vorweg und sind aus unserer Sicht eindeutig überzeichnet. 15 Prozent des Portfolios entfallen derzeit auf Corporate Bonds. Da wir uns nach wie vor auf einem historisch niedrigen Zinsniveau befinden, bevorzugen wir im gesamten Rentenbereich kurz laufende Papiere.

Die nachlassende Wirtschaftsdynamik drosselt auch den Appetit auf Rohstoffe. Das betrifft gerade den Produktionsfaktor Energie. Vom Nachfragehänger ausgenommen ist in erster Linie Gold. Für das Edelmetall sprechen weiterhin die Nachteile der anderen Anlageklassen wie die negative reale Rendite von Staatsanleihen, aber auch fundamentale Faktoren wie die Goldkäufe von Zentralbankseite, die makroökonomische Unsicherheit sowie mögliche neue quantitative Lockerungsmaßnahmen. Der Goldanteil des Balance-Portfolios beträgt drei Prozent.

DWS LONG-TERM VIEW

Strategische, langfristige Ausrichtung der DWS-Portfolios:

Abseits der aktuellen Geschehnisse und der kurzfristigen taktischen Positionierung (drei bis sechs Monate) behalten langfristige Themen und Trends ihre Gültigkeit. Die DWS berücksichtigt dies in der Allokation.

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> > Die Langzeittrends Infrastruktur und Agrar sind weiterhin intakt. > Die Welt wird trotz erster Zinsanstiege mit einem historisch niedrigen Zinsniveau leben müssen. > Schwellenländer werden ein wesentlicher Treiber der Weltwirtschaft bleiben, ihren Beitrag sogar sukzessive ausbauen. | <ul style="list-style-type: none"> > Das Wachstumspotenzial der etablierten Volkswirtschaften wird moderat bleiben. > In den kommenden Jahren wird in einigen Industrienationen das Problem von Überkapazitäten präsent sein. > Rohstoffe gehören in jedes gut diversifizierte Portfolio. |
|---|---|