



BERICHT ÜBER DIE VERANLAGUNG
DER **NOE FONDS** IM GESCHÄFTSJAHR 2011/2012

1. November 2011 bis 31. Oktober 2012

Inhalt

| | | |
|------|---|----|
| 1. | BERICHT ÜBER DIE VERANLAGUNG - GESCHÄFTSJAHR 1. NOV. 2011 – 31. OKT. 2012 | 3 |
| 2. | ERGEBNIS 2012..... | 3 |
| 3. | STRUKTUR DER VERANLAGUNG..... | 4 |
| 4. | ENTWICKLUNG DER VERANLAGUNG | 6 |
| 4.1. | PERFORMANCE DES GESCHÄFTSJAHRES 2011/2012..... | 6 |
| 4.2. | VERANLAGUNGSSTRUKTUR ZUM 31. OKTOBER 2012 | 9 |
| 4.3. | ÄNDERUNGEN IN DER VERANLAGUNGSSTRUKTUR..... | 11 |
| 5. | NACHHALTIGKEIT DER NOE FONDS..... | 13 |
| 6. | RISIKOMANAGEMENT..... | 14 |
| 7. | PRÜFBERICHT 2012 | 17 |
| 8. | WIRTSCHAFTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN | 18 |
| 8.1. | RÜCKBLICK 2011/2012..... | 18 |
| 8.2. | AUSBLICK 2012/2013 | 27 |
| 9. | ENTWICKLUNG DER ANLAGEKLASSEN | 32 |
| 9.1. | RÜCKBLICK 2011/2012..... | 32 |
| 9.2. | AUSBLICK 2012/2013 | 39 |
| 10. | EXKURS: EMERGING MARKETS | 40 |

1. Bericht über die Veranlagung Geschäftsjahr 1. Nov. 2011 – 31. Okt. 2012

Beschlüsse des NÖ Landtages. Der Landtag von Niederösterreich hat am 2. Juli 2009 in Ergänzung zu den bisherigen Beschlüssen aus den Jahren 2001, 2004 und 2007 zusätzliche Veranlagungsbestimmungen für die Veranlagung des Landes Niederösterreich beschlossen. Im Rahmen dieses Beschlusses wurden die bereits in den ersten 3 Beschlüssen enthaltenen Grundsätze, insbesondere die Langfristigkeit der Veranlagung, betont.

Weiters hat der NÖ Landtag in diesem Beschluss festgelegt, dass die Einhaltung der Veranlagungsbestimmungen für das der Land Niederösterreich Vermögensverwaltung GmbH & Co OG zur Verwaltung übertragene Landesvermögen jährlich von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer zu überprüfen und den Organen der Gesellschaft – Beirat und Aufsichtsrat – zu berichten ist. Dem Landtag von Niederösterreich ist jährlich nach Vorliegen des Berichtes, spätestens jedoch für die Sitzung des Landtages im Jänner des darauf folgenden Jahres, dieser Prüfbericht und ein Bericht über die Veranlagung vorzulegen.

Bericht an den NÖ Landtag. Mit dem vorliegenden Veranlagungsbericht wird über das Ende Oktober 2012 abgeschlossene Fondsgeschäftsjahr der NOE Fonds berichtet. Zusätzlich wird der Prüfbericht der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young über die Einhaltung der Landtagsvorgaben beigelegt.

2. Ergebnis 2012

Der Gesamtwert (bewertet zu aktuellen Marktwerten) der NOE Fonds per 31.10.2012, inklusive aller Auszahlungen an das Land Niederösterreich, liegt bei EUR 5.190,4 Millionen.

Der Veranlagungswert hat sich im Geschäftsjahr 2011/2012 um EUR 194,1 Millionen verbessert. Dies entspricht einem Veranlagungsertrag von + 6,0% nach Kosten.

3. Struktur der Veranlagung

Präzisierung der Veranlagungsgrundsätze. Mit dem Beschluss im Juli 2009 hat der Landtag in Ergänzung der bestehenden Beschlüsse zur Veranlagung eine Präzisierung der Veranlagungsgrundsätze durch besondere Veranlagungsbestimmungen vorgenommen, welche sich grundsätzlich an den Regelungen des Pensionskassengesetzes orientieren.

Die Grundsätze aus den Landtagsbeschlüssen sind:

- Langfristigkeit
- Realisierung von Zusatzerträgen für das Land Niederösterreich
- Schaffung maastrichtrelevanter Einnahmen
- Aktive Verwaltung des Portfolios
- Ausarbeitung der Vermögenszusammensetzung mit einem Investmentberater
- 5% Ertragsziel, wobei mittelfristig (5 Jahre) unter Hinzurechnung der Ausschüttung ein Kapitalerhalt anzustreben ist.

Spezialfonds, unabhängig bewertet. Das übertragene Vermögen wird von der MASTERINVEST Kapitalanlage GmbH, einer unabhängigen, von der österreichischen Finanzmarktaufsicht konzessionierten Kapitalanlagegesellschaft (kurz KAG), im Rahmen von Investmentfonds (Spezialfonds in der Form von „Andere Sondervermögen“) entsprechend den Bestimmungen des Investmentfondsgesetzes 2011 (InvFG 2011) verwaltet. Die NOE Fonds werden von der Depotbank, der Vorarlberger Landes- und Hypothekenbank Aktiengesellschaft, laufend nach dem Marktwertprinzip bewertet und ein NAV (Net Asset Value) nach Abzug der Kosten zur Verfügung gestellt.

Die Spezialfonds bestehen aus verschiedenen Fondssegmenten bzw. investieren wiederum in eigene Investmentfonds, für die jeweils ein eigener Asset Manager bestellt ist (Multi-Manager-Ansatz). Die Managerauswahl und die laufende Überprüfung erfolgt nach einem definierten Asset Manager Selektionsprozess.

Die Größe der Mandate/Investmentfonds ist im Wesentlichen abhängig von der Assetklasse (abhängig von der Markttiefe), vom Risikograd der Assetklasse und von der Managerperformance. Derzeit sind in Summe 21 verschiedene nationale und internationale Assetmanager mandatiert.

Kostenbewusste Veranlagungsgebarung. In Abhängigkeit von der jeweiligen Markteffizienz in den verschiedenen Assetklassen wird laufend zwischen aktiven und passiven Investitionsstrategien abgewogen. Es gilt, einen vernünftigen Kompromiss zwischen dem Marktrisiko (passiv) und aktiv gesuchten Marktrisiken im Rahmen eines Multi-Manager-Ansatzes zu finden. Darüber hinaus sind die mandatierten Manager vertraglich verpflichtet, das Prinzip der „Best Execution“ umzusetzen, d.h. im Interesse der NOE Fonds bei einem Geschäft die jeweils günstigste Ausführung zu gewährleisten.

Überwachung und Prüfung der Richtlinien auf Einhaltung. Für sämtliche Veranlagungssegmente gibt es strikte Investmentrichtlinien, deren Einhaltung neben der fibeg auch von mehreren voneinander unabhängigen Stellen (Kapitalanlagegesellschaft, Depotbank, Wirtschaftsprüfer) laufend überwacht und geprüft werden.

Fokus auf Risikomanagement. Die Konsequenzen aus der Wirtschafts- und Finanzkrise haben das Augenmerk der Veranlagungsstrategie, insbesondere auf die Aspekte Risikomanagement und Liquidität verstärkt. Es wurden ein taktischer Asset Allokationsprozess und eine systematische Risikosteuerung implementiert. Für den Fall eines exogenen Marktschocks ist eine Notfallsteuerung vorgesehen, um die Reaktionsgeschwindigkeit im Portfolio zu erhöhen. Mit der laufenden Portfoliosteuerung der NOE Fonds wurde ein Dachfondsmanager beauftragt, dem ein Anlageausschuss beratend zur Seite gestellt ist. Der Anlageausschuss setzt sich aus Vertretern der fibeg, des Dachfondsmanagers und der Kapitalanlagegesellschaft zusammen.

Risikomanagement getrennt von Asset Management. Es gilt der Grundsatz der Funktionstrennung zwischen Asset Management und Risikomanagement. Im Risikomanagement der fibeg kommt unter Berücksichtigung der Gesamtrisikosituation ein fünfstufiger Risikomanagementprozess zur Anwendung: Risikoidentifikation, Risikomessung, Risikobegrenzung (Limitvergabe), Risikoüberwachung (Limitkontrolle), Berichtswesen und Validierung. Die wichtigsten Eckpunkte des Risikomanagementsystems sind im Kapitel Risikomanagement des vorliegenden Berichts beschrieben.

Langfristige Ausrichtung der Veranlagung. Entsprechend der langfristigen Ausrichtung der Veranlagung wurde mit Russell Investments, einem internationalen Investmentberater, eine strategische Asset Allokation (kurz SAA) erarbeitet und für alle Kapitalanlagen (Assetklassen) wurden prozentuelle Bandbreiten definiert, innerhalb derer die taktische Portfoliosteuerung umgesetzt wird.

Im Sommer 2012 erfolgte der jährliche Review dieser strategischen Asset Allokation. Dabei wurden in enger Abstimmung mit unserem strategischen Investmentberater die Zielvorgaben des Landes Niederösterreich mit der aktuellen Ertrags-Risikostruktur des Portfolios, der globalen Marktsituation und den mittel- bis langfristigen Markterwartungen abgeglichen.

Als Ergebnis der Empfehlungen von Russell Investments und den Beratungen im Beirat und Aufsichtsrat wurde eine neue strategische Asset Allokation festgelegt, die mit Beginn des neuen Fondsgeschäftsjahres am 1. November 2012 in Kraft getreten ist.

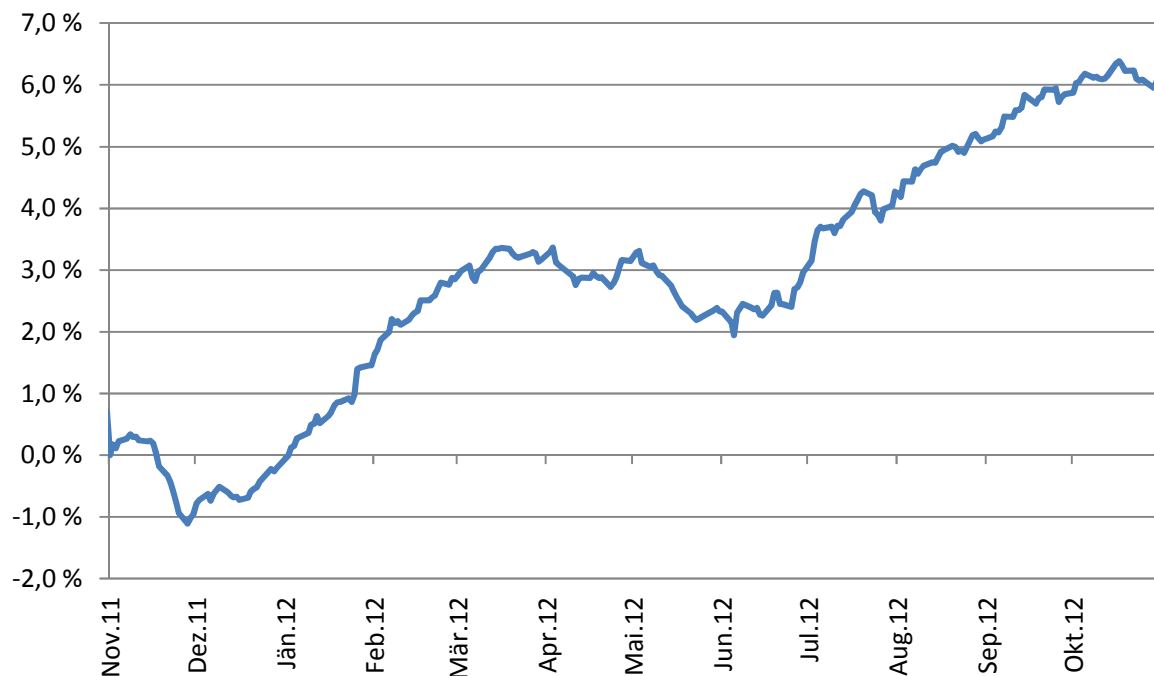
Sämtliche Veranlagungsentscheidungen erfolgen im Rahmen der in den einzelnen Assetklassen genehmigten Bandbreiten und vorgegebenen Risikolimits. Es gilt der Grundsatz, dass alle Assetklassen und konkret ausgewählten Anlageprodukte mit ihrem inhärenten Risiko verstanden, systematisch erfasst und bewertet werden können.

4. Entwicklung der Veranlagung

4.1. Performance des Geschäftsjahres 2011/2012

Veranlagungsertrag 2011/2012. Im Geschäftsjahr 2011/2012 wurde ein Veranlagungsertrag von EUR 194,1 Millionen erwirtschaftet. Dies entspricht einem Ertrag von +6,0% nach Kosten. Der durchschnittliche Veranlagungsertrag seit Beginn der Veranlagung liegt damit bei +2,2% pro Jahr nach Kosten.

Performanceentwicklung der NOE Fonds für das Geschäftsjahr 2011/12



Quelle: MASTERINVEST, fibeg

Die NOE Fonds im Marktvergleich. Im Berichtszeitraum erwirtschaftete das Portfolio konsolidiert (Land NOE I - IV Fonds) einen Ertrag von + 6,0%. Im Vergleich zur Peer Group (305 in Deutschland registrierte Fonds, globale defensive Veranlagung in EUR, Quelle: Micropal & LGT Capital Management), befindet sich das Portfolio im guten 2. Quartil. Der Median der Peer Group liegt bei + 5,6%.

Entwicklung der Fondswerte. Im Geschäftsjahr 2011/2012 (1. November 2011 – 31. Oktober 2012) veränderten sich die Fondswerte wie folgt:

Entwicklung der Fondswerte im Geschäftsjahr 2011/2012

| Alle Werte in EUR per Ultimo: | | 31.10.2011 | 31.10.2012 |
|--|------------|----------------------|----------------------|
| Stand der Veranlagung NOE | EUR | 3.709.100.000 | 3.305.000.000 |
| Auszahlungen* | EUR | 1.287.200.000 | 1.885.400.000 |
| Summe | EUR | 4.996.300.000 | 5.190.400.000 |
| Einzahlungen | EUR | 4.387.300.000 | 4.387.300.000 |
| Delta | EUR | 609.000.000 | 803.100.000 |
| Performance lfd. Geschäftsjahr: | | 0,7% | 6,0% |

* Sämtliche Auszahlungen an das Land Niederösterreich inkl. vereinnahmter Garantieprämien aus dem Verkauf von Wohnbaudarlehen

Quelle: MASTERINVEST, fibeg

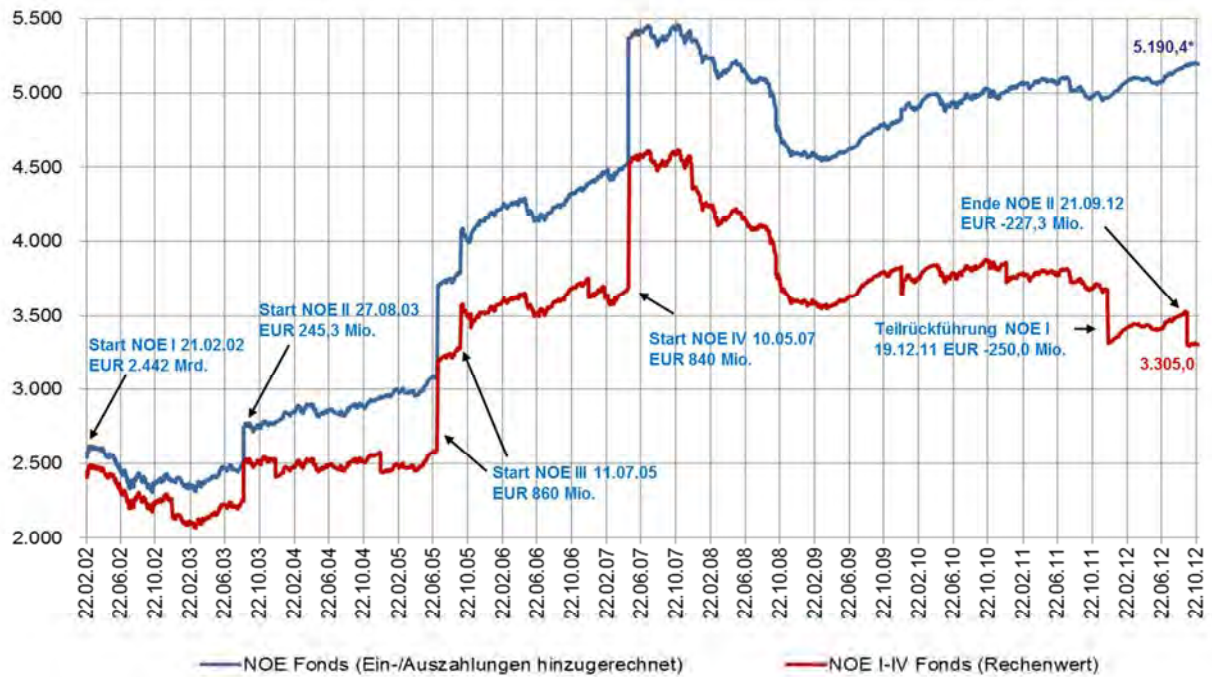
Auszahlungen an das Land NOE während des Geschäftsjahres. Während des Geschäftsjahres 2011/2012 wurden in Summe EUR 598,2 Millionen an das Land NOE ausbezahlt.

Im Dezember 2011 wurden EUR 120,9 Millionen für das Geschäftsjahr 2010/2011 ausgeschüttet und EUR 250 Millionen wurden erstmals seit Beginn der Veranlagung als Kapitalrückführung (Teilauflösung NOE I Fonds) an das Land NOE überwiesen. Damit deckte das Land NOE das Nettodefizit 2011 ab.

Auflösung NOE II Fonds. Mit dem Budgetbeschluss 2012 hat der NÖ Landtag festgelegt, dass zusätzlich zur jährlichen Ausschüttung im Jahr 2012 weitere EUR 392 Millionen an Kapital aus der Veranlagung rückgeführt werden sollen. Im September 2012 hat die NÖ Landesregierung in Umsetzung der Budgetbeschlüsse beschlossen, dass Genussrecht 9 und damit den Fonds NOE II aufzukündigen. In weiterer Folge wurde der Fonds liquidiert und Kapital in Höhe von EUR 227,3 Millionen im September 2012 als erster Teilbetrag der geplanten EUR 392 Millionen an das Land NÖ rückgeführt. Die restliche Rückführung von EUR 164,7 Millionen erfolgt im Dezember 2012.

Der Fonds NOE II wurde im Jahr 2003 aus den Erlösen der vorzeitigen Rückkaufsaktion der Wohnbauförderungsgelder dotiert. Mit diesem Fonds konnte in den knapp 10 Jahren seines Bestandes ein Gewinn von EUR 61,1 Millionen erwirtschaftet werden. Dies entspricht einem Ertrag von durchschnittlich + 2,7% p.a. nach Kosten.

Entwicklung NOE Fonds seit Beginn (in EUR Mio.)



* Sämtliche Auszahlungen an das Land Niederösterreich inkl. vereinnahmter Garantieprämien aus dem Verkauf von Wohnbaurdarlehen

Quelle: MASTERINVEST, fibeg

4.2. Veranlagungsstruktur zum 31. Oktober 2012

Geldmarkt. Der Geldmarktanteil wurde im Berichtszeitraum laufend verringert und beträgt nun inklusive Absicherungen 18%. Dieser Bestand ist notwendig, um die geplante Auszahlung an das Land im Dezember 2012 zu gewährleisten. Weiters ist der Geldmarktanteil Ausdruck für unsere vorsichtige Positionierung.

Unternehmens- und Finanzanleihen. Der Anteil an Unternehmensanleihen inklusive Finanzanleihen beträgt 24%, wobei der Schwerpunkt bei international ausgerichteten Unternehmen liegt.

Staatsanleihen. Der Anteil von Staatsanleihen beträgt 9%, wobei der Schwerpunkt bei internationalen Staatsanleihen liegt und je nach Renditeniveau verstärkt Opportunitäten am Markt wahrgenommen werden, um die negativen Realrenditen bei AAA-Schuldern wie zum Beispiel Deutschland oder Österreich zu kompensieren.

Sonstige Anleihen. Darunter fallen Emerging Markets (EM), High Yield Bonds (HY) & Loans sowie Strukturierte Anleihen. In Summe beträgt der Anteil dieser Anleihen 20%. Im Bereich HY und EM wurde die Allokation leicht erhöht, bei strukturierten Anleihen wurde eine Reduktion vorgenommen und damit die Liquidität weiter verbessert.

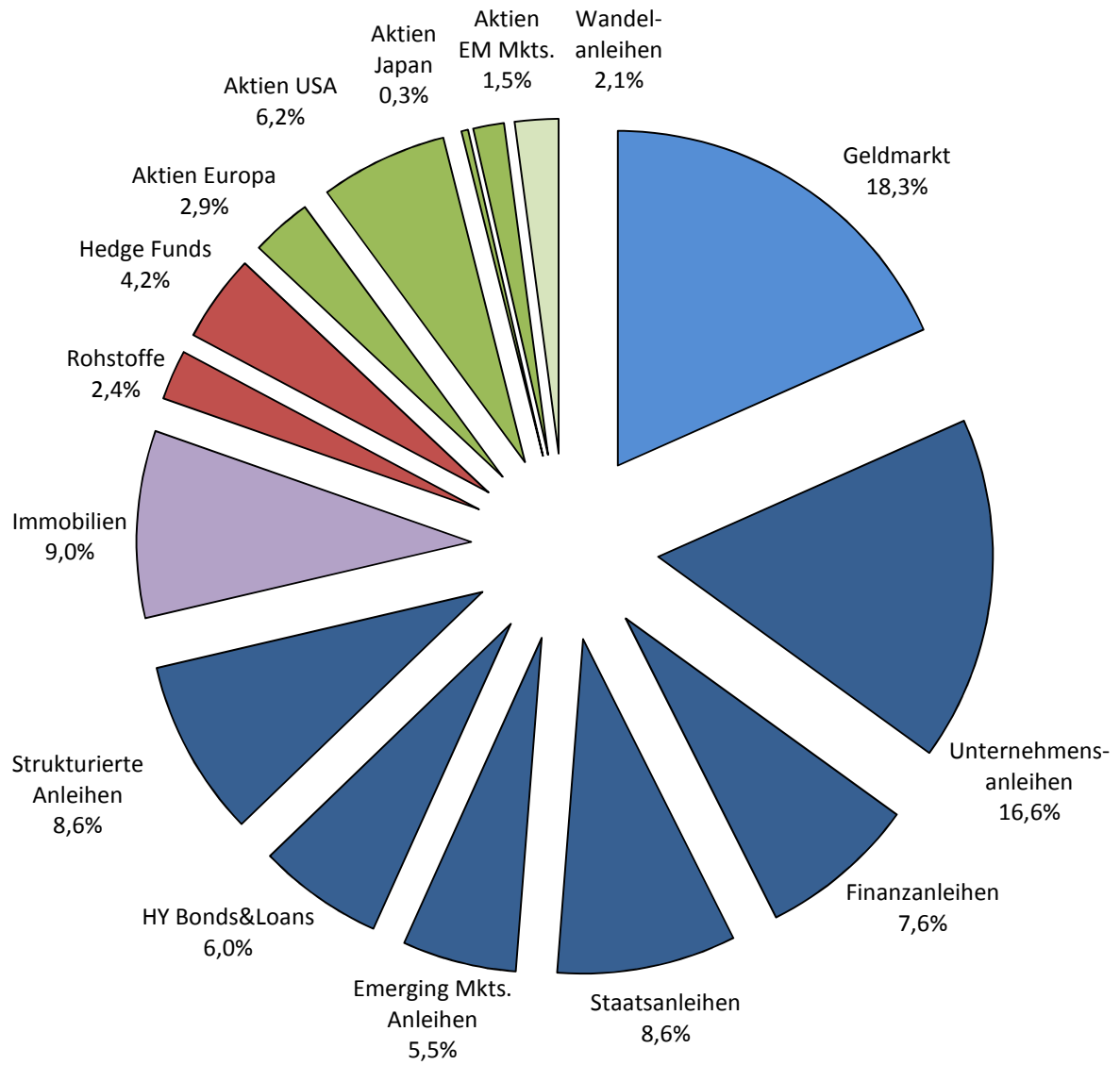
Immobilien. Das Investment in Immobilien beträgt 9% des Veranlagungsvolumens. Es handelt sich hierbei um Veranlagungen in institutionelle Immobilienfonds, die vornehmlich in Büroimmobilien sowie Einkaufszentren in zentralen städtischen Lagen investieren.

Alternative Investments. Der Anteil an alternativen Investments beträgt in Summe knapp 7% und gliedert sich wie folgt: Die Gewichtung bei Hedgefonds beträgt 4,2% und die Veranlagung erfolgte ausschließlich in Dachhedgefonds mit einer sehr breiten Risikostreuung. Die Rohstoffinvestitionen erfolgen mittels Rohstoffzertifikaten, welche ausschließlich in Energie- und Metallwerte investieren. Der Anteil beträgt 2,4%.

Aktien. Der Anteil bei Aktien inklusive Wandelanleihen beträgt 13%. Ein Großteil der Aktien werden von 3 Managern in unserem international zertifizierten Nachhaltigkeitsfonds (SRI Global Stock Fund) verwaltet. Der Fonds hat eine weltweite Streuung und investiert nach klaren Nachhaltigkeitskriterien. Das Segment Wandelanleihen (2%) wurde im Geschäftsjahr 2011/12 neu implementiert.

Gewichtung der einzelnen Anlageklassen zum 31. Oktober 2012

NOE Fonds I, III und IV konsolidiert



Quelle: MASTERINVEST, fibeg

4.3. Änderungen in der Veranlagungsstruktur

Globalere Ausrichtung. Die Allokation der NOE Fonds wurde in den letzten 2 Jahren sukzessive globaler ausgerichtet. Diese Veränderung betrifft im Wesentlichen die Anlageklassen Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Aktien.

Verkürzung der Duration. Bei Anleihen wurde aufgrund des derzeit sehr niedrigen Zinsniveaus verstärkt auf eine kurze Duration geachtet. Mit der Reduktion des Zinsänderungsrisikos wurde für den Fall eines allfälligen Zinsanstiegs Vorsorge getroffen.

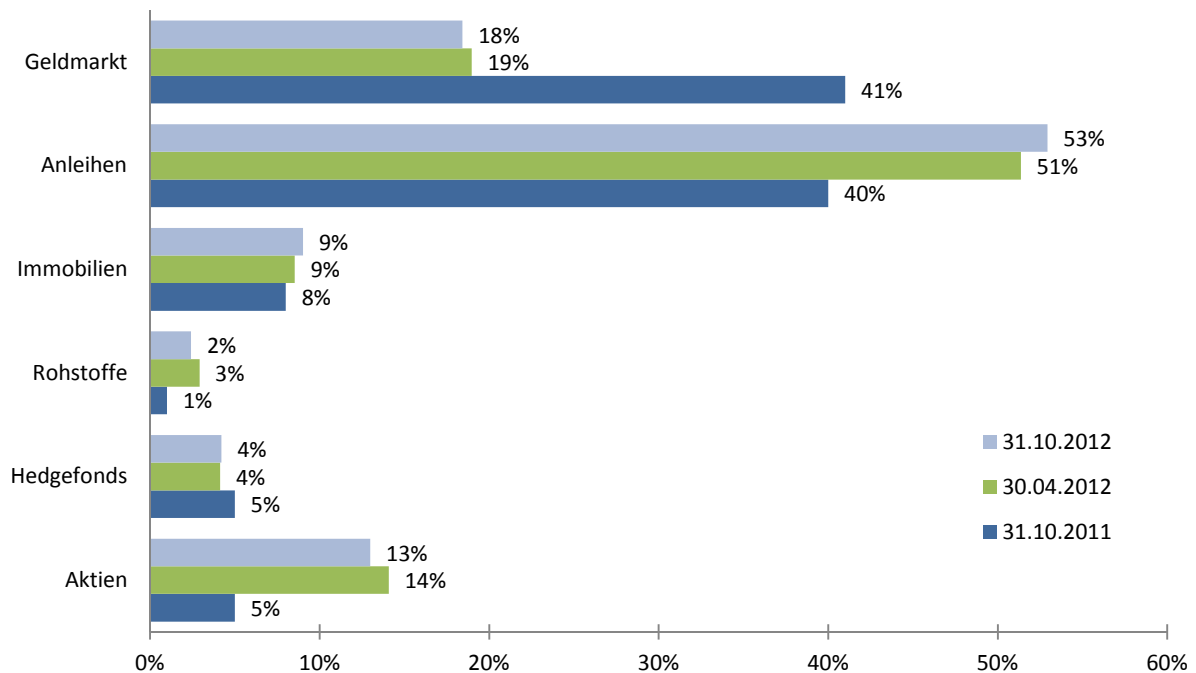
Staatsanleihen. Im Bereich der Staatsanleihen wurde ein neues, globales Mandat mit einem aktiven und fundamentalen Managementansatz vergeben.

Unternehmensanleihen. Bei den Unternehmensanleihen wurde ein Mandat mit extrem kurzer Laufzeit sowie ein reines US Corporate Bond Mandat vergeben, um bei den Unternehmensanleihen eine größere Annäherung zu einer globalen Benchmark zu erreichen.

Emerging Markets Anleihen. Bei den Emerging Markets Anleihen sind nur mehr Blend Strategien vertreten. Blend Strategien beinhalten eine Mischung aus Anleihen in lokaler Währung sowie Hartwährungsanleihen (in USD denominiert).

Rohstoffe. Bei den Rohstoffen (Metalle, Energie) wurden die bestehenden Strategien beibehalten, welche im Berichtszeitraum eine sehr erfreuliche Performance im Vergleich zu den „standardisierten“ Indizes erzielten.

Portfolio-Veränderung der NOE Fonds innerhalb des Geschäftsjahres 2011/2012



Quelle: MASTERINVEST, fibeg

Reduktion von Liquidität. In der ersten Hälfte des Geschäftsjahres wurden die Liquiditäts- und Zinsänderungsrisiken des Portfolios reduziert. Während zu Beginn der Periode das Portfolio einen sehr hohen Cash Anteil aufwies, lag der Geldmarktanteil per 30.04.2012 (Fondshalbjahr) bei 19%. Die Reduktion war im Wesentlichen auf die Auszahlung an das Land NÖ im Dezember 2011 in Höhe von EUR 370,9 Millionen zurückzuführen.

Anleihen. Die Anleihenallokation wurde während des Jahres erhöht. Zukäufe wurden in den Anlageklassen Staatsanleihen, Finanzanleihen (Senior Anleihen), Unternehmensanleihen, Emerging Markets Anleihen und High Yield Anleihen getätigt.

Aktien. Der Aktienanteil wurde während des Jahres erhöht. Zukäufe erfolgten im zertifizierten Nachhaltigkeitsfonds (SRI Global Stock Fund), in Emerging Markets Aktien und US Aktien (S&P 500).

Alternative Investments. Die Rohstoffallokation wurde seit Beginn des Berichtszeitraums von 1% auf 2% erhöht. Die Hedgefondsallokation wurde geringfügig reduziert, der Fokus liegt auf breit diversifizierten Strategien.

Immobilien. Die Immobilien wurden während der gesamten Berichtsperiode konstant gehalten und es gab kaum Veränderungen.

5. Nachhaltigkeit der NOE Fonds

Sozial und ökologisch bewusstes Investment. In den letzten Jahren ist das nachhaltige Investment (im englischen Sprachraum als *Socially Responsible Investment* bezeichnet) auf wachsendes Interesse von Investoren gestoßen. Bei der Investitionsentscheidung werden hierbei ökologische und soziale Aspekte berücksichtigt. Parallel dazu hat auch das Pendant auf der Unternehmensebene, nachhaltiges Management oder Corporate Social Responsibility (CSR) d.h. die systematische Berücksichtigung von Umwelt und sozialen Aspekten bei der Unternehmensführung, größere Verbreitung gefunden.

NOE Nachhaltigkeitsfonds. Die Nachhaltigkeits-Qualität der NOE Fonds wurde auch im Geschäftsjahr 2011/2012 einer externen Analyse unterzogen. Im Juni 2011 hat die fibeg einen expliziten „Nachhaltigkeitsfonds“ mit einem Volumen von EUR 150 Millionen aufgelegt. Dieser Fonds wurde mit dem international anerkannten Eurosif-Transparenzlogo ausgezeichnet (www.eurosif.org). Im Mai 2012 wurde dieser Fonds um EUR 45 Millionen aufgestockt.

Die fibeg schließt sich damit der Sicht der wachsenden Zahl von Investoren und Regulatoren an, der zufolge ökologisch und sozial sensibles Investment nicht nur ethisch, sondern auch wirtschaftlich geboten ist. Socially Responsible Investment wird von der fibeg und vom Land Niederösterreich auch als ein Instrument gesehen, das finanzielle Risiken abwendet und langfristig rentable Anlageentscheidungen unterstützt.

6. Risikomanagement

Unter Risiko versteht die fibeg unerwartete, ungünstige zukünftige Entwicklungen, die sich nachteilig auf die Ertragslage des veranlagten Vermögens auswirken könnten.

Ausgehend von den strategischen Unternehmenszielen, die sich aus den vom NÖ Landtag beschlossenen Grundsätzen ableiten, erfolgt die Umsetzung aller wesentlichen Geschäftsaktivitäten unter risikostrategischen Gesichtspunkten und unter besonderer Beachtung der Einhaltung eines festgelegten Risikobudgets.

Die fibeg ist besonders bestrebt, ein gesundes Verhältnis von Risikobudget zu den tatsächlich eingegangenen Risiken zu gewährleisten. Um dies zu erreichen, ist die Aufgabe des Risikomanagements die Identifikation, Messung und Steuerung der Risiken. Zur Steuerung des Risikos stehen einerseits fibeg-interne Risikoanalysen sowie ein Risikosteuerungsmodell seitens des Dachfonds-/Risikomanagers zur Verfügung. Auf Basis des jährlich durchgeführten SAA-Reviews erfolgt die Festlegung des Risikobudgets für das folgende Geschäftsjahr.

Risikoidentifikation. Folgende Risiken werden in der fibeg spezifisch identifiziert:

- **Kreditrisiko:**
Ausfalls- und Kontrahentenrisiko
Konzentrationsrisiko
Länderrisiko
- **Marktrisiko:**
Zinsänderungsrisiko
Fremdwährungsrisiko
Spreadänderungsrisiko
Aktienrisiko
Immobilienrisiko
Risiko der Alternative Investments

Risikomessung für das Gesamtportfolio auf Basis Value-at-Risk. Der Risikomanager liefert auf monatlicher Basis eine Value-at-Risk-Berechnung (kurz: VaR-Berechnung) über das gesamte Portfolio. Im Rahmen der VaR-Berechnung erfolgt eine Zerlegung und Analyse der Risiken nach Risikofaktoren sowie nach Assetklassen, wobei Diversifikationseffekte aufgrund einer Korrelationsmatrix berücksichtigt werden. Der VaR (Konfidenzniveau 95%, Haltedauer 5 Tage) stellt ein State-of-the-Art Instrument zur Risikoquantifizierung dar. Es handelt sich dabei um eine statistische Messmethode auf

Basis der Wertschwankung der Vergangenheit (=Volatilität), welche auf die Standardnormalverteilungsfunktion angewendet wird. Der so ermittelte Wert stellt den maximalen Verlust dar, der in 95 von 100 Fällen (=Konfidenzniveau 95%) innerhalb eines Beobachtungszeitraums von 5 Tagen (=Haltedauer 5 Tage) statistisch nicht überschritten wird. Zur Messung der Risiken verwendet der Dachfonds-/Risikomanager als System "UBS-Delta". Es werden dabei sämtliche Portfoliopositionen auf Einzelgeschäftsebene im Risikosystem abgebildet und anschließend der Value-at-Risk ermittelt.

Kreditrisiko-Management. Kreditrisiko ist die Gefahr von finanziellen Verlusten die entstehen, wenn ein Vertragspartner seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommt. Die Risikobetrachtung fokussiert sich dabei auf folgende Arten des Kreditrisikos: Kontrahenten- bzw. Ausfallsrisiko, Konzentrationsrisiko und Länderrisiko.

Zur Ermittlung des Kontrahenten- und Ausfallsrisikos wird auf Basis der Ausfallswahrscheinlichkeit ein zu erwartender Verlust für die Gesamtposition ermittelt. Das Konzentrationsrisiko stellt eine Differenzierung bei der Betrachtung der Portfoliodiversifikation dar. Das Länderrisiko stellt ein politisches Transferrisiko dar. Die Kreditexposures werden dabei im jeweiligen Sitzland ausgewiesen.

Marktrisiko-Management. Zum Zweck der effizienten Messung und Überwachung des Zinsrisikos verfügt die fibeg über ein Analyseinstrumentarium (Zins-Gap-Struktur je Branche und Fonds, Sensitivitätsanalyse, Durationsanalyse, Zins-Var-Analyse), das die Prognose und gezielte Steuerung des Zinsänderungsrisikos ermöglicht.

Das Fremdwährungsrisiko, d.h. das Risiko der Wertänderung des NAV aufgrund von Fremdwährungsschwankungen, wird auf Gesamtebene sowie je Branche und Fonds ermittelt und überwacht. Die Veranlagungsbestimmungen des Landtages sehen eine maximale Grenze für das Fremdwährungsexposure von 30% vor.

Das Spreadänderungsrisiko (Risiko der Veränderung des Zinsaufschlages) wird auf Gesamtebene sowie je Branche und Fonds ermittelt und überwacht. Die Analyse zeigt dabei die Auswirkungen einer Ausweitung der Risikoaufschläge um 25 BP (Basispunkte) auf den Marktwert der Anleihen.

Die Messung des Risikos aufgrund von Investitionen in Aktien, Immobilien und Alternative Investments erfolgt auf Basis Value-at-Risk.

Risikoüberwachung/Risikosteuerung. Die Risikoüberwachung erfolgt durch den Dachfonds-/Risikomanager, der die Risikosteuerung entsprechend einem Frühwarn-Ampelsystem überwacht. Ziel der Risikosteuerung ist es, die Unterschreitung einer vorher definierten Wertuntergrenze zu vermeiden. Die Wahrscheinlichkeit der Unterschreitung (kurz: Shortfall-Wahrscheinlichkeit) wird laufend beobachtet.

Funktionsweise des Frühwarn-Ampelsystems. Die Steuerung funktioniert nach dem anschaulichen Prinzip einer Verkehrsampel. Der Wertebereich des Portfolios wird in drei Zonen eingeteilt: grün, gelb und rot. Ziel der Steuerung ist es, Verluste zu begrenzen.

Im grünen Bereich erfolgt die Portfoliosteuerung gemäß dem üblichen TAA-Prozess (Taktische Asset Allokation) des Dachfonds-/Risikomanagers, d.h. aus Risikosicht ist keine Übersteuerung der aktuellen Positionierung notwendig. Sinkt der Portfoliowert in den gelben Bereich, werden die Portfoliowerte sukzessive in ein defensives, so genanntes „Fallback“-Portfolio umgeschichtet. Falls der Portfoliowert aufgrund widriger Marktumstände weiter sinken sollte, schaltet das Ampelsystem auf rot: Nun ist das Portfolio zu 100% im „Fallback“-Portfolio investiert.

Wesentlich ist, dass die Umschichtungen sowie die Berechnung des „Fallback“-Portfolios rein systematisch erfolgen.

Risikokennzahlen. Die Verbesserung der Marktsituation im abgelaufenen Fondsgeschäftsjahr führte dazu, dass sich die Risikopositionen (Marktrisiko, Liquiditätsrisiko und Kreditrisiko) taktisch und systematisch gegenüber dem Fondsgeschäftsjahr 2011/2010 leicht erhöht haben. Per Stichtag 31.10.2012 zeigt sich folgendes Bild von ausgewählten Risikokennzahlen.

Risikokennzahlen

| | 31.10.2012 | 31.10.2011 |
|--|------------|------------|
| Duration (inklusive Geldmarkt) in Jahren | 3,1 | 2,3 |
| Mittlere Kapitalbindung der Anleihen in Jahren | 6,9 | 7,9 |
| Offene Fremdwährungsposition in der Veranlagung | 12,9% | 9,8% |
| Durchschnittsrating der Anleihen | A- | A- |
| Anteil Anleihen ohne Rating | 4,4% | 7,3% |

Quelle: MASTERINVEST, Fibeg

Die Duration (inkl. Geldmarktveranlagungen) ist mit 3,1 Jahren weiterhin sehr kurz, wodurch das Portfolio nur in geringem Ausmaß dem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt ist. Die offene Fremdwährungsposition beträgt 12,9% des Portfolios. Der Rest des Portfolios ist in EUR denominiert bzw. wird über Devisentermingeschäfte hinsichtlich Fremdwährungskursschwankungen abgesichert. Das Marktrisiko des Portfolios auf Basis einer Value-at-Risk-Analyse mit Konfidenzniveau 99% bei einer Haltedauer von 20 Tagen weist einen Wert von EUR 115,7 Millionen auf. Die Volatilität des Portfolios beträgt 5,3%.

7. Prüfbericht 2012

Die Einhaltung der Veranlagungsbestimmungen (Vorgaben des NÖ Landtages gem. Beschluss vom 2. Juli 2009) werden jährlich von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer überprüft und das Prüfergebnis den Organen der Gesellschaft und dem Landtag von Niederösterreich vorgelegt.

Übersichtstabelle zu den Veranlagungsbestimmungen der NOE Fonds per 31.10.2012

| Veranlagungsbestimmungen | Anlageklassen | Allokation per 31.10.2012 in % | Max. Allokation in % lt. VL RL |
|------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| Asset Allokation | | | |
| II Abs. 1 Zi. 2 (d) | Anleihen (inklusive Geldmarkt) | 71% | 100% |
| II Abs. 1 Zi. 3 (b)+Zi.4c | Aktien inkl. Alternative Investments | 20% | 40% |
| II Abs. 1 Zi. 5 (a) | Immobilien | 9% | 10% |
| Anleihen | | | |
| II Abs. 1 Zi. 2 (e) | Investmentgrade (inkl. proxy ratings) | 42% | 100% |
| II Abs. 1 Zi. 2 (e) | High Yield + Wertpapiere ohne Rating | 11% | 20% |
| sonstige Bestimmungen | | | |
| II Abs. 1 Zi. 8 (a) | Nicht gelistete Wertpapiere | 2% | 20% |
| II Abs. 1 Zi. 7 (a) | Währungsrisiko | 13% | 30% |

Der Prüfbericht der Ernst & Young Wirtschaftsprüfungsgesellschaft m.b.H. über die Einhaltung der Veranlagungsbestimmungen für das der Land Niederösterreich Vermögensverwaltung GmbH & Co OG übertragene Finanzanlagevermögen für das Rechnungsjahr vom 1. November 2011 bis 31. Oktober 2012 hat folgendes zusammenfassendes Ergebnis gebracht:

Zitat aus dem Prüfbericht 2012:

„Aufgrund der bei unserer Prüfung gewonnen Erkenntnisse stimmt die Veranlagung des der Land Niederösterreich Vermögensverwaltung GmbH & Co OG übertragenen Finanzanlagevermögens für den Berichtszeitraum vom 1. November 2011 bis 31. Oktober 2012 mit den per Landtagsbeschluss vom 2. Juli 2009 festgelegten Veranlagungsvorschriften überein“.

8. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

8.1. Rückblick 2011/2012

EZB kauft in der Staatsschuldenkrise mit kreativer Geldpolitik Zeit

Das Berichtsjahr 2011/12 war – wie schon das Jahr zuvor – geprägt von den Entwicklungen rund um die Staatsschuldenkrise der Eurozone. Die immer konkreter werdenden Pläne zur Umschuldung der griechischen Staatsschulden unter Einbindung privater Investoren, die zäh verlaufenden Verhandlungen zur Aufstockung der EU-Schutzschirme und die Unstimmigkeiten innerhalb der EZB über geeignete Schritte zur Bekämpfung der Schuldenkrise gaben im zweiten Halbjahr 2011 den bereits schwelenden Sorgen über die langfristige Zahlungsfähigkeit einiger Eurozone-Staaten zusätzliche Nahrung. Die in der Folge rasant steigenden Refinanzierungskosten Spaniens und Italiens waren Ausgangspunkt für einen sich selbst verstärkenden Kreislauf, der in der zweiten Jahreshälfte 2011 zu enormen Verwerfungen an den Finanzmärkten führte.

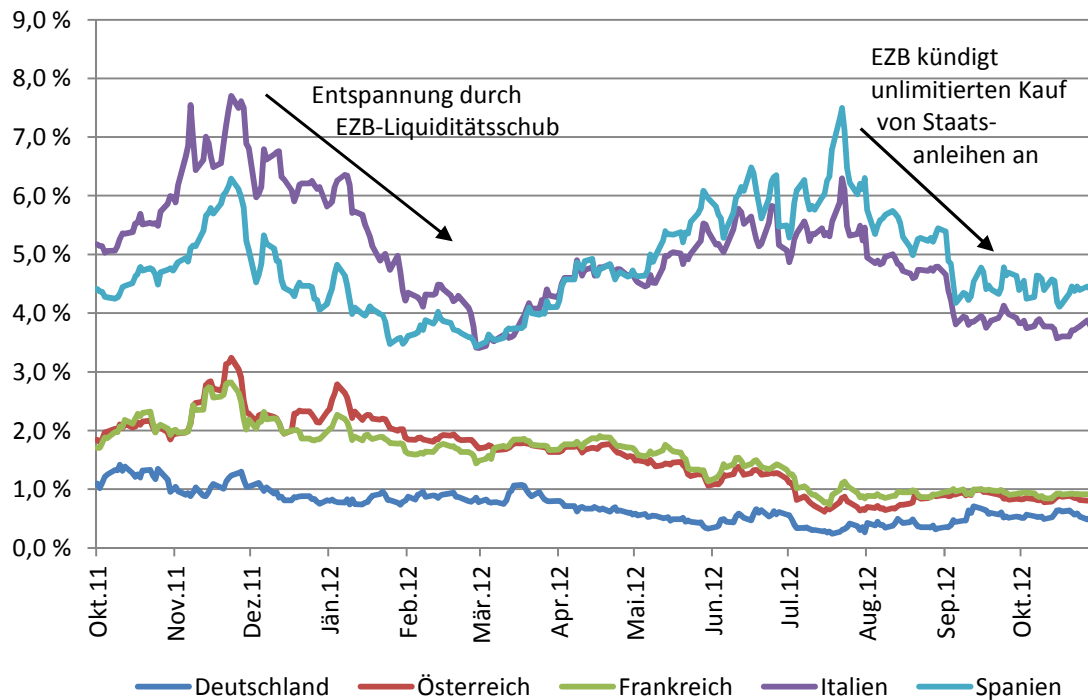
Als Brandbeschleuniger wirkte einerseits das politische Chaos rund um Griechenland. Andererseits kam die starke Abhängigkeitsbeziehung zwischen Staat und Bankensektor negativ zu tragen. Während die Bonität Spaniens vor allem aufgrund der maroden Lage des spanischen Sparkassensektors und des daraus erwachsenden Bedarfs für milliardenhohe staatliche Finanzspritzen hinterfragt wurde, verschlechterte sich das Marktumfeld für italienische Banken als Folge der Refinanzierungsschwierigkeiten und der Bonitätsherabstufungen des Staates.

Der Abverkauf spanischer und italienischer Staatspapiere ging einher mit einer rapiden Verschlechterung der Finanzierungskosten und des Marktzugangs heimischer Banken. Diese waren nicht nur wegen der erheblichen Kursabschläge auf die gehaltenen heimischen Staatsanleihen, sondern auch aufgrund der europaweit verschärften Eigenkapitalvorschriften unter Druck. Die zunächst auf italienische und spanische Bankaktien und –anleihen beschränkte Verkaufswelle griff aufgrund der starken Verflechtung der europäischen Bankenlandschaft und der ebenfalls erheblichen Bestände italienischer und spanischer Staatsanleihen bei Banken anderer EURO-Länder rasch auf den gesamten EURO-Bankensektor über.

Ende November 2011 waren die Refinanzierungskosten Spaniens und Italiens über alle Laufzeiten auf über 5% (Spanien) bzw. 6% (Italien) angestiegen. Ähnlich hohe Zinskosten hatten Länder wie Irland und Portugal zuvor veranlasst, binnen Tagen um EU-Finanzhilfen anzusuchen. Diese Option stand für Italien und Spanien aber nicht glaubwürdig offen. Die schiere Größe des gemeinsamen Refinanzierungsbedarfs hätte die Kapazität der EURO-Rettungsschirme rasch erschöpft.

Darüber hinaus verdeutlichten die ebenfalls auf rekordhohe Niveaus gekletterten Staatsanleihen-Spreads von EURO-Ländern wie Frankreich und Österreich, dass am Markt das Risiko eines Überstrapazierens der bonitätsstärkeren EURO-Länder durch immer höhere Garantieleistungen bereits thematisiert wurde.

Refinanzierungskosten zwischenzeitlich auf rekordhohen Niveaus Renditen von Staatsanleihen mit 5-jähriger Restlaufzeit

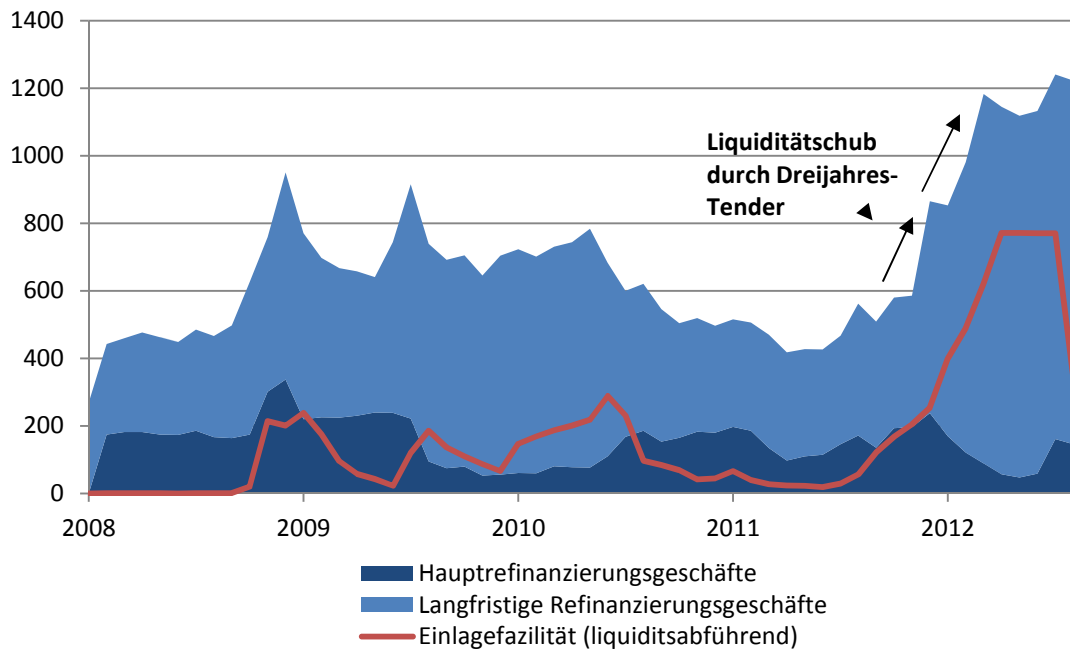


Quelle: Bloomberg

Die zunehmende Destabilisierung der Finanzmärkte, das Austrocknen des Interbankenmarktes, die wachsende Gefahr einer Kreditklemme und die fehlende Aussicht auf rasche Lösungen von Seiten der Politik veranlassten die EZB auf ihrer Zinssitzung Anfang Dezember 2011 neue Wege in Sachen geldpolitischer Lockerung zu gehen. Zusätzlich zur Senkung des Leitzinssatzes um 25 Basispunkte auf 1,0% (gefolgt von weiteren 25 Basispunkten im Juli 2012) kündigte die Notenbank die Durchführung zweier dreijähriger Refinanzierungsgeschäfte an. Um eine ausreichende Liquiditätsversorgung der Geschäftsbanken über die Dreijahres-Tender sicherzustellen, lockerte die EZB außerdem die Besicherungsstandards für die Refinanzierungsgeschäfte. Davon profitierten vor allem Banken in der Eurozone-Peripherie und in Frankreich.

Geschäftsbanken sichern sich langfristige EZB-Liquidität

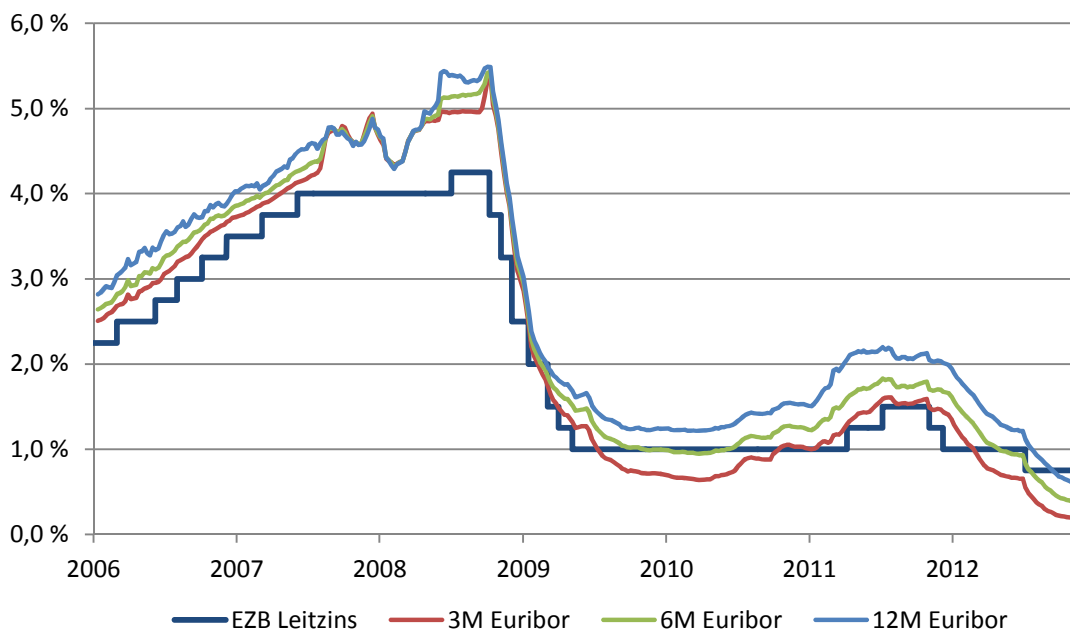
EZB Offenmarktgeschäfte (in EUR Mrd.)



Quelle: Bloomberg

EZB-Überschussliquidität drückt Geldmarktzinsen

EZB-Leitzins und Euro-Geldmarktsätze

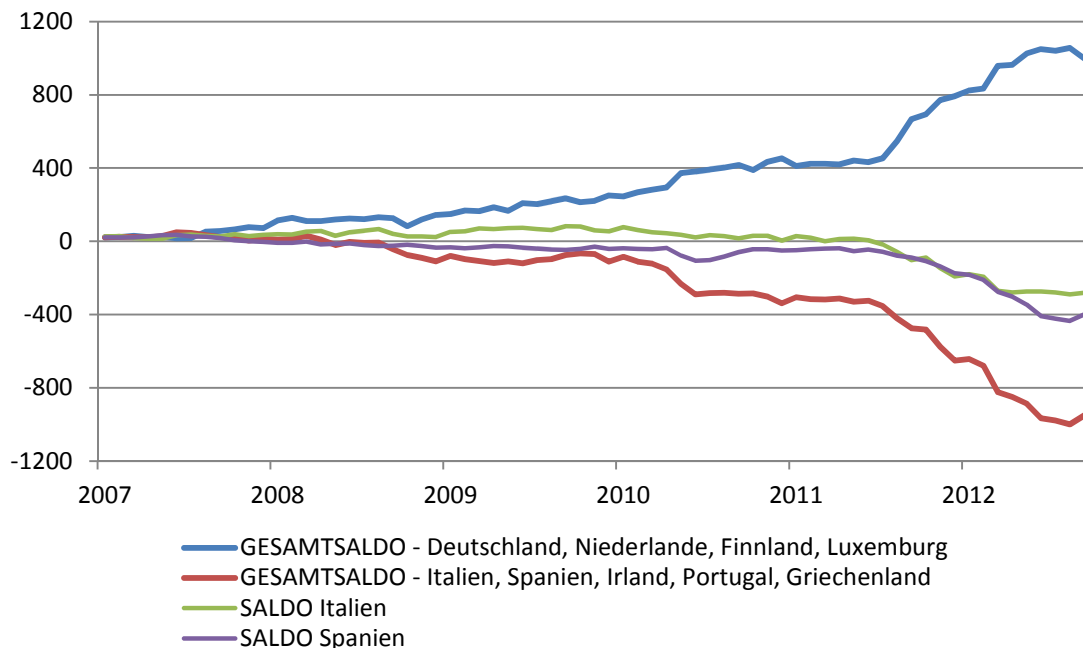


Quelle: Bloomberg

Die Liquiditäts-Euphorie drängte die strukturellen Probleme innerhalb der Eurozone aber nur für begrenzte Zeit in den Hintergrund. Bereits im zweiten Quartal 2012 traten die Ängste vor einem möglichen Auseinanderbrechen der Eurozone wieder in voller Stärke hervor.

Ausgelöst wurde die negative Marktstimmung einerseits durch die chaotischen innenpolitischen Verhältnisse in Griechenland. Ein Austritt des Landes aus der Eurozone schien bis zur verzögerten Bildung einer EU-freundlichen Koalitionsregierung im Juni 2012 wahrscheinlicher denn je. Kopfzerbrechen bereitete den Marktakteuren aber vor allem die trotz der EZB-Maßnahmen ungebremst voranschreitende Renationalisierung des Eurozone-Kreditmarktes und das rasante Tempo, in dem die in den bonitätsstärkeren EURO-Ländern ansässigen Banken und Versicherungen ihre grenzüberschreitenden Engagements in der Peripherie reduzierten. Der Abzug ausländischen Kapitals bei gleichzeitig steigender Abhängigkeit der spanischen und italienischen Bankinstitute von Zentralbankliquidität rückte unter dem Schlagwort „Target 2“ in den Mittelpunkt der Marktdiskussionen.

Kapitalflucht aus der Peripherie in EURO-Länder mit besserer Bonität
Target 2 Salden der Zentralbanken (in EUR Mrd.)



Quelle: Uni Osnabrück

Kritisch beurteilten die Marktteilnehmer auch den trotz EZB-Liquiditätsschwemme fehlenden Appetit ausländischer Investoren auf spanische Staatspapiere. Zwar sanken die Refinanzierungskosten für Spanien zwischenzeitlich auf „leistbare“ Niveaus. Der Renditerückgang war aber vor allem auf die gestiegene Nachfrage spanischer Banken

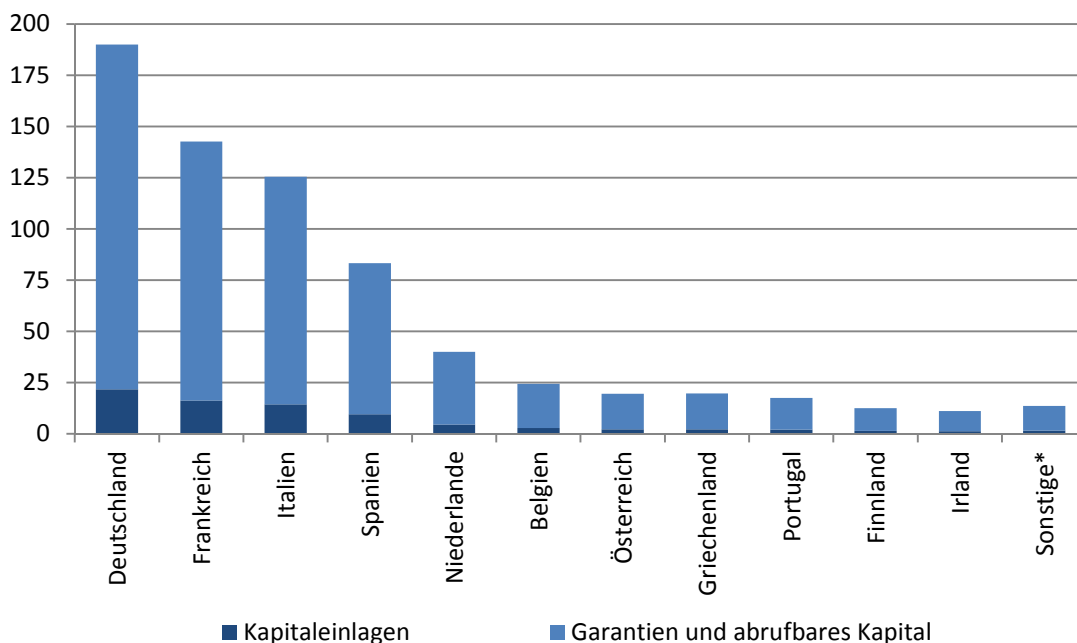
zurückzuführen, die einen Großteil der Zentralbankliquidität in heimische Staatspapiere investierten. Als unerwünschter Nebeneffekt wurde die Abhängigkeitsbeziehung zwischen Bankensektor und Staat dadurch noch stärker.

Die finanzielle Schieflage des spanischen Bankensektors war es schließlich auch, die die spanische Regierung im Juni 2012 dazu zwang, Bankenhilfsgelder aus dem EU-Rettungsschirm zu beantragen. Die Aussicht auf milliardenschwere staatliche Kapitalspritzen hatten die Sorgen um die Bonität Spaniens und in der Folge die Refinanzierungskosten des Landes zuvor wieder auf sehr hohe Niveaus getrieben. Entgegen den Hoffnungen der EU-Politik gelang es durch die Freigabe der Hilfsgelder aber nicht die Refinanzierungssituation Spaniens nachhaltig zu verbessern.

Die EU-Beschlüsse zum Aufbau einer europäischen Bankenunion und die mögliche direkte Bankenrekapitalisierung aus Rettungsschirmgeldern brachten ebenfalls nicht die erhoffte Beruhigung auf den Kapitalmärkten. Für Unsicherheit sorgte auch die verzögerte Ratifizierung des permanenten EURO-Rettungsschirms (ESM). Der ESM-Vertrag trat schlussendlich im September 2012 in Kraft. Der ESM wird bis Mitte 2013 parallel zur bisherigen Rettungsschirmkonstruktion (EFSF, EFSM) bestehen und diese dann ganz ablösen.

Permanenter EURO-Rettungsschirm (ESM) seit September 2012 in Kraft

Nationale Beiträge zum ESM (in EUR Mrd.)



*Sonstige: Slowakei, Slowenien, Luxemburg, Estland, Zypern, Malta

Quelle: ESM-Vertrag

Derzeit verfügt der ESM über fünf Stabilisierungsinstrumente. Der ESM kann auf Antrag eines Eurozone-Mitgliedsstaates direkte Kredithilfen bereitstellen oder vorsorglich Kreditlinien gewähren. Letztere sind mit weniger strengen Reform- und Konsolidierungsaufgaben als ein „volles“ Hilfsprogramm verbunden und sollen das Investorenvertrauen in den betroffenen Eurozone-Staaten soweit stärken, dass ein Abrufen der Kreditlinien gar nicht erst nötig wird. Als dritte Option kann der ESM Kredite gewähren, die nicht die Staatsfinanzen stabilisieren, sondern den Banken des jeweiligen Landes zugutekommen sollen. In diesen Fällen bekommt der jeweilige Staat ein ESM-Darlehen, um seinerseits den Geldhäusern Kapitalhilfen gewähren zu können. Die letzten beiden möglichen Hilfsmaßnahmen betreffen den Kauf von Staatsanleihen. Einerseits darf der ESM Papiere von Euro-Ländern erwerben, wenn diese neu ausgegeben werden (Primärmarkt). Andererseits darf der ESM auch bereits ausgegebene Staatsanleihen kaufen, die an den Märkten gehandelt werden (Sekundärmarkt). Eine Erweiterung der Hilfsinstrumente ist laut ESM-Vertrag unter der Voraussetzung einer einstimmigen Entscheidung des ESM-Gouverneursrates (= Finanzminister der Eurozone-Staaten) möglich.

Nicht zuletzt aufgrund der volumensmäßig begrenzten Schlagkraft der EURO-Rettungsschirme richteten sich die Blicke im Juli 2012 wieder auf die EZB. Ihr wird als einzige Institution zugetraut, die Staatsschuldenkrise durch ihre praktisch unbegrenzte Finanzkraft nachhaltig zu beruhigen.

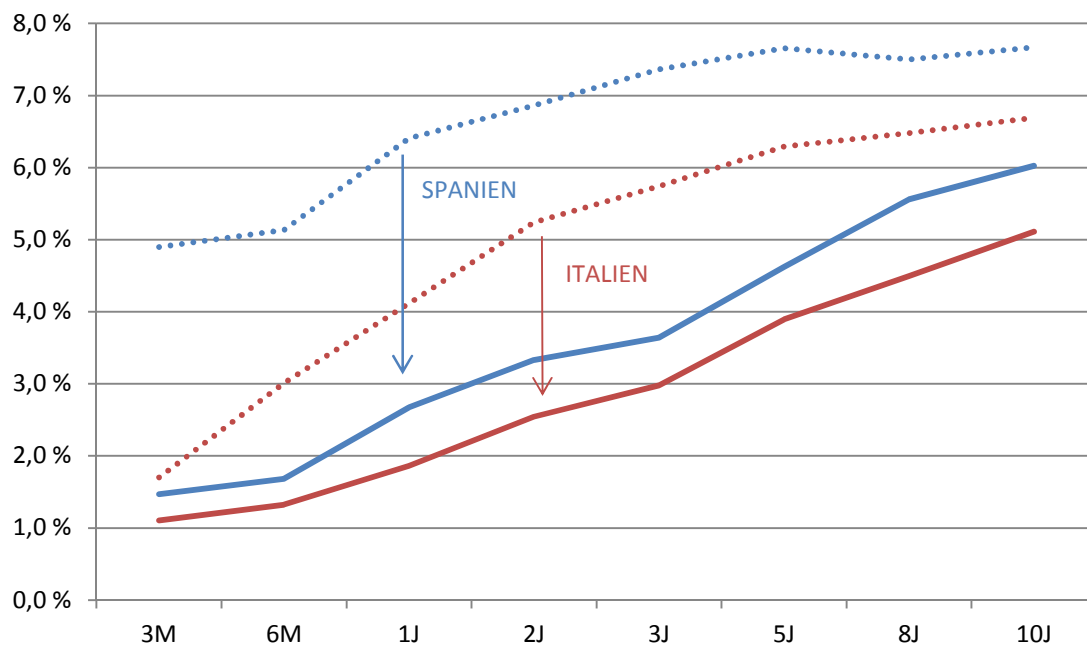
Und tatsächlich vollzog die EZB auf ihrer Zinssitzung im August 2012 einen radikalen Richtungswechsel. EZB Präsident Draghi kündigte an, in Zukunft potenziell unbegrenzt kurzlaufende Staatsanleihen von EURO-Staaten zu kaufen. Einschränkend kommt allerdings hinzu, dass die EZB nur in Zusammenarbeit mit dem EURO-Rettungsschirm aktiv werden wird. Als Voraussetzung für EZB-Interventionen gilt demnach ein Antrag des betroffenen Staates auf Rettungsschirmgelder und die Einhaltung des im Zuge des Hilfsprogramms auferlegten Reform- und Konsolidierungskurses.

Kritiker sehen im Vorgehen der EZB einen Verstoß gegen das in den Statuten der Notenbank vorgesehene Verbot der direkten Staatsfinanzierung und befürchten eine davon ausgehende langfristige Inflationsgefahr. Die Notenbank argumentiert hingegen, dass Staatsanleihenkäufe sehr wohl in ihre Verantwortlichkeit fallen solange diese nötig sind, um überhöhten Risikoprämien aufgrund von Ängsten vor einem Auseinanderbrechen der Eurozone entgegenzuwirken. Außerdem soll dadurch die Wirksamkeit der EZB-Geldpolitik quer über den Währungsraum gewährleistet werden.

Bislang gibt der Erfolg der gesetzten Maßnahme der Notenbank Recht. Seit Bekanntgabe des unkonventionellen Schrittes haben sich die Finanzierungsbedingungen für Italien und Spanien entspannt. Damit einhergehend konnten risikoreichere Anlageklassen, die schon zu Beginn des Jahres durch den Liquiditätsschub der EZB profitiert haben, weiter zulegen.

Günstigere Refinanzierung durch EZB-Kehtwende

Zinskurven VOR* und NACH** der EZB-Ankündigung potenziell unbegrenzter Anleihenkäufe



* Stichtag 27. Juni 2012

** Stichtag 26. Oktober 2012

Quelle: Bloomberg

Notenbanken halten an ultraexpansivem Kurs fest

Im Berichtsjahr 2011/12 war die EZB nicht die einzige Notenbank die zu unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen griff, sondern auch die Notenbanken der wichtigsten anderen etablierten Volkswirtschaften setzten angesichts einer flauen Konjunkturdynamik auf eine Fortsetzung der ultraexpansiven Geldpolitik. Allen voran setzte die US-Notenbank Fed auf weitere Maßnahmen zur Quantitativen Lockerung (QE) und reagierte damit auf die nachlassende Konjunkturdynamik und die enttäuschend schwache Entwicklung des US-Arbeitsmarktes.

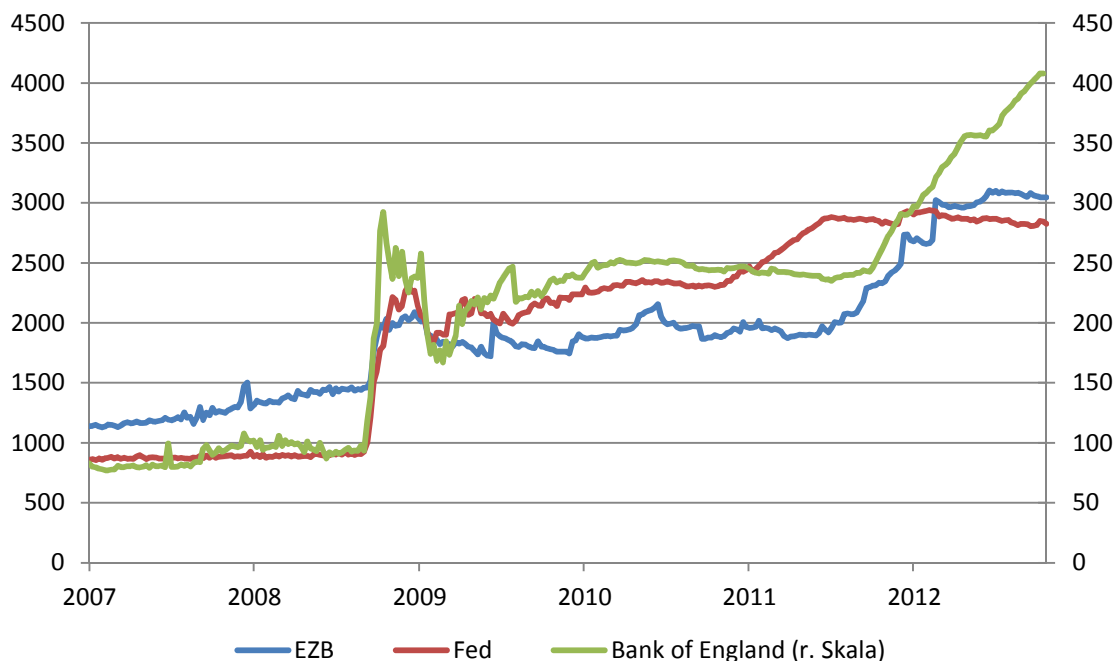
Um verfrühten Zinserhöhungserwartungen einen Riegel vorzuschieben und Abwärtsdruck auf die US-Zinsen auszuüben, gab die US-Notenbank Anfang 2012 bekannt, die Zinsen bis 2015 unverändert niedrig zu belassen. Das sich im Laufe des zweiten Quartals 2012 weiter eintrübende Konjunkturmilieu veranlasste die Fed dazu, das im September 2011 gestartete Programm zur Laufzeitenverlängerung des von ihr gehaltenen Staatsanleihen-Portfolios („Operation Twist“) zu prolongieren.

Angesichts extrem niedriger US-Staatsanleihenrenditen ist die Wirksamkeit immer neuer QE-Maßnahmen zur Ankurbelung der Konjunktur umstritten. Da die Fed aber ihr konventionelles Pulver aufgebraucht hat, setzte die Notenbank im September 2012 auf eine neuerliche Runde der quantitativen Lockerung (QE3), um die US-Konjunktur und vor allem den Arbeitsmarkt wieder in Schwung zu bringen. Die Fed kauft monatlich hypothekenbesicherte Wertpapiere im Volumen von USD 40 Mrd. am Markt auf.

Ähnlich expansiv wie die Fed agierten im Jahresverlauf 2012 auch die britische und die japanische Notenbank, die ihre jeweiligen Programme zum Ankauf heimischer Staatsanleihen abermals ausweiteten.

Die weit geöffneten Liquiditätsschleusen der Zentralbanken waren rückblickend ein bestimmender Treiber für die Finanzmarktentwicklungen im abgelaufenen Geschäftsjahr. Einerseits entstand dadurch ein historisch noch nie dagewesenes Niedrigzinsumfeld, das institutionelle Anleger vor neue Herausforderungen stellt. Andererseits sahen sich risikoreichere Anlageklassen durch die Liquiditätsschwemme gut unterstützt und verzeichneten, trotz des flauen globalen Wachstumsausblicks und der schwelenden Schuldenproblematik im Lauf des Geschäftsjahres eine solide Performance.

Zentralbanken der etablierten Volkswirtschaften setzen auf Liquiditätsausweitung Bilanzsumme der Notenbanken in Landeswährung (in Mrd.)



Quelle: Bloomberg

Eurozone in der Rezession, US-Wachstum schwächelt

Vor dem Hintergrund der schwelenden Schuldenkrise und der im Großteil der EURO-Länder angelaufenen milliardenschweren Konsolidierungspakete standen die Vorzeichen für die konjunkturelle Entwicklung der Eurozone im Jahr 2012 denkbar schlecht. Gegen Jahresende 2011 war klar, dass die Schuldenkrise und der Rückfall der großen Peripherie-Staaten in die Rezession auch dem Wirtschaftswachstum in den Eurozone-Kernländern einen spürbaren Dämpfer versetzen würde. Aufgrund des stark schrumpfenden BIP in den südlichen EURO-Ländern und der auch in den wichtigsten EURO-Kernländern lediglich stagnierenden Wirtschaftsleistung mussten Bankanalysten und öffentliche Institutionen ihre Wachstumsprognosen für 2012 mehrmals deutlich nach unten revidieren. Während der Internationale Währungsfonds (IWF) Ende 2011 noch mit einem Wirtschaftswachstum von 1,1% für die Eurozone für 2012 und einem noch höheren Wachstum von 1,5% p.a. für 2013 rechnete, sind die aktuellsten Prognosen deutlich pessimistischer. Der Währungsfonds erwartet nun einen Rückgang des Eurozone-BIP um 0,4% p.a. im Jahr 2012 und auch 2013 soll die Wirtschaftsleistung der gesamten Eurozone mit 0,2% p.a. nur marginal wachsen.

Die Wachstumserwartungen für 2012 und 2013 mussten im Verlauf des ersten Halbjahres 2012 aber nicht nur für die Eurozone sondern auch für die USA nach unten revidiert werden. Die geringe Nachfrage aus den etablierten Volkswirtschaften versetzte wiederum der Konjunkturpolitik in den exportorientierten Emerging Markets einen Dämpfer, weswegen auch in diesen Ländern die BIP-Wachstumsraten niedriger als erwartet ausfielen. Insbesondere im zweiten Quartal 2012 enttäuschten Stimmungsindikatoren als auch harte Daten weltweit. Sorgen über eine etwaige harte konjunkturelle Landung der chinesischen Volkswirtschaft waren vor diesem Hintergrund über das gesamte Jahr 2012 ein bestimmendes Marktthema.

8.2. Ausblick 2012/2013

Hohe Staatsverschuldung belastet nicht nur die Eurozone

Durch den „Tabubruch“ der EZB wurden die Karten in der Eurozone-Schuldenkrise neu verteilt. Die Notenbank hat sich, wenn auch intern umstritten, dafür entschieden, im Notfall nicht – wie bislang – nur die Refinanzierung von Banken, sondern auch von Staaten zu sichern. Während die EU-Rettungsschirme aufgrund ihres begrenzten Volumens für sich alleine kein glaubwürdiges Sicherheitsnetz darstellen, kann die EZB mit ihrer praktisch unendlichen Finanzkraft Ängsten vor einem Zahlungsausfall großer EURO-Staaten einen Riegel vorschieben. Die Renditen von Staatsanleihen peripherer Staaten sollten damit mittelfristig nach oben gedeckelt sein. Trotzdem sollte man auch 2013 mit erhöhter Volatilität am Anleihenmarkt rechnen, da die EZB durch die selbstaufgelegte Zusammenarbeit mit dem ESM von der Reaktionsgeschwindigkeit der EU-Politik abhängig ist. Die Entscheidungsfindung auf nationaler aber auch auf EU-Ebene wird sich auch im kommenden Jahr das eine oder andere Mal langwierig gestalten, was für erhöhte Risikoaversion am Finanzmarkt sorgen dürfte. In den kommenden Monaten und Jahren muss die von Seiten der EZB gekaufte Zeit von den EURO-Staaten dringend genutzt werden, um die bestehenden strukturellen Probleme abzubauen und die schiefe Haushaltslage zu korrigieren.

Während in der Eurozone bereits in vielen Mitgliedsstaaten schmerzhaftes Strukturaneinandergehen begonnen haben, stehen die USA hier noch ganz am Anfang. Bis Jahresende 2012 gilt es für den wiedergewählten US-Präsidenten die „Fiskalische Klippe“ zu umschiffen. Unter letzterer versteht man milliardenschwere Steuererhöhungen bzw. Ausgabenkürzungen, welche mit Anfang 2013 greifen würden, falls sich die Politik nicht zuvor auf eine Erhöhung der Schuldenobergrenze und eine Entschärfung der Budgetpläne einigt. Die US-Politik steckt hierbei aber in einem Dilemma. Werden die Konsolidierungsmaßnahmen wie geplant mit Anfang 2013 umgesetzt, dann ist ein Rückfall der US-Wirtschaft in die Rezession so gut wie sicher. Wird das Budget entschärft, dann wächst der 2012 bereits 107% des BIP ausmachende Schuldenberg der USA fast ungebremst weiter. Da keine der beiden Optionen optimal ist, dürfte sich die Politik schlussendlich auf einen Kompromiss einigen und nur einen Teil der Konsolidierungsmaßnahmen umsetzen. Die US-Staatsverschuldung wird dadurch aber bis Ende 2013 auf rund 112% des BIP steigen, womit eine Fortsetzung der für die Investitions- und Konsumstimmung belastenden politischen Streitereien über den Budgetkurs vorprogrammiert ist.

Restriktive Fiskalpolitik lässt wenig Platz für Wachstumsfantasien

Das globale Wirtschaftswachstum dürfte im Jahr 2013 ähnlich moderat ausfallen wie im Jahr 2012. Der IWF rechnet laut seinen aktuellsten Prognosen 2012 mit einem globalen Wachstum von 3,3%. Im kommenden Jahr soll die globale BIP-Wachstumsrate mit 3,6% nur unwesentlich höher ausfallen. Der trübe Wachstumsausblick ergibt sich unter anderem durch die vom Großteil der entwickelten Volkswirtschaften verfolgte restriktive Fiskalpolitik, welche eine erhebliche Belastung für die globale Konjunkturdynamik darstellt. Zwar wurden in der Eurozone die Sparziele für 2013 zuletzt etwas gelockert. Die Korrektur der budgetären und makroökonomischen Ungleichgewichte ist aber bei Weitem noch nicht abgeschlossen und wird die Konjunktur über Jahre belasten.

Dementsprechend trübe ist der kurzfristige Wachstumsausblick für die südlichen EURO-Länder. Sie dürften auch nächstes Jahr noch tief in der Rezession verharren. Erst auf Sicht mehrerer Jahre sollten die ergriffenen Strukturreformen positiv zu tragen kommen und das Wachstumspotenzial der derzeit weniger wettbewerbsfähigen EURO-Länder erhöhen. Die EURO-Kernländer sollten 2013 zwar ein positives, aufgrund der Rezession in den südlichen EURO-Länder und der global schwachen Konjunkturdynamik aber deutlich unter Potenzial liegendes Wirtschaftswachstum verzeichnen. In Summe dürfte die Wirtschaftsleistung der gesamten Eurozone deshalb 2013 nur leicht zulegen. Der IWF rechnet derzeit mit einem BIP-Wachstum in Höhe von 0,2% p.a.

Sanierung der Staatshaushalte bremst die Konjunktur

| Budgetsaldo (% BIP) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | Staatsverschuldung (% BIP) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------|-------|-------|------|------|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| USA | -10,1 | -8,7 | -7,3 | -5,6 | USA | 102,9 | 107,2 | 111,7 | 113,8 |
| Eurozone | -4,1 | -3,3 | -2,6 | -2,1 | Eurozone | 88,0 | 93,6 | 94,9 | 94,7 |
| <i>Österreich</i> | -2,6 | -2,9 | -2,1 | -1,8 | <i>Österreich</i> | 72,3 | 74,3 | 74,9 | 74,4 |
| <i>Deutschland</i> | -0,8 | -0,4 | -0,4 | -0,3 | <i>Deutschland</i> | 80,6 | 83,0 | 81,5 | 79,6 |
| <i>Frankreich</i> | -5,2 | -4,7 | -3,5 | -2,8 | <i>Frankreich</i> | 86,0 | 90,0 | 92,1 | 92,9 |
| <i>Italien</i> | -3,8 | -2,7 | -1,8 | -1,6 | <i>Italien</i> | 120,1 | 126,3 | 127,8 | 127,3 |
| <i>Spanien</i> | -8,9 | -7,0 | -5,7 | -4,6 | <i>Spanien</i> | 69,1 | 90,7 | 96,9 | 100,0 |
| <i>Griechenland</i> | -9,1 | -7,5 | -4,7 | -3,4 | <i>Griechenland</i> | 165,4 | 170,7 | 181,8 | 180,2 |
| UK | -8,5 | -8,2 | -7,3 | -5,8 | UK | 81,8 | 88,7 | 93,3 | 96,0 |
| Japan | -9,8 | -10,0 | -9,1 | -7,2 | Japan | 229,6 | 236,6 | 245,0 | 246,2 |

Quelle: IMF World Economic Outlook, Oktober 2012

Auch in den USA bremst die schiefe Lage des Staatshaushaltes die Konjunkturdynamik, denn bereits jetzt wirft die „Fiskalische Klippe“ ihren Schatten voraus: Die bestehende Unsicherheit über das Ausmaß der Anfang 2013 erfolgenden Einsparungen im Staatshaushalt trübt die Investitions- und Konsumlaune in den USA. Zwar dürfte das

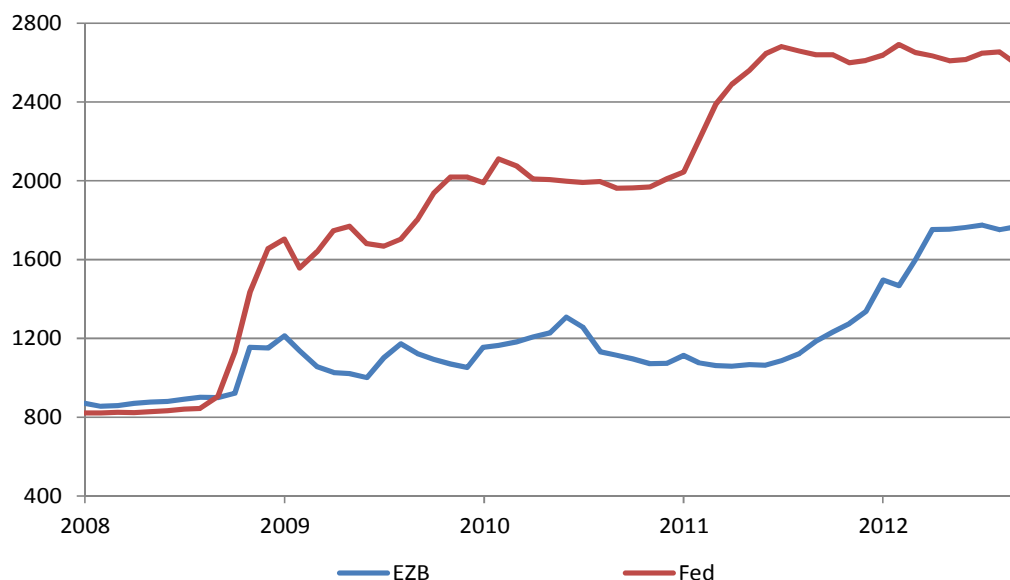
tatsächlich umgesetzte Konsolidierungsvolumen überschaubar bleiben. Es dürfte jedoch ausreichen, um der US-Konjunktur zumindest im ersten Halbjahr 2013 einen fiskalischen Dämpfer zu versetzen. Der IWF erwartet derzeit für 2012 und für 2013 in den USA ein BIP-Wachstum von etwas über 2,0% p.a. Die vor dem Hintergrund der geringen Wachstumsaussichten zu erwartende schwache Entwicklung des US-Arbeitsmarktes könnte für erhebliche Konjunktursorgen und eine dementsprechend volatile Entwicklung risikoreicher Anlageklassen sorgen.

Kein Ende der lockeren Geldpolitik in Sicht

Weltweit stehen die Zeichen bei den wichtigsten Zentralbanken weiter in Richtung zusätzlicher Schritte zur geldpolitischen Lockerung. In der Eurozone scheint ein Ansuchen Spaniens um EU-Hilfsgelder und damit der Startschuss für Staatsanleihenkäufe der EZB nur mehr eine Frage der Zeit. Eine weitere Zinssenkung durch die EZB ist unmittelbar zwar nicht zu erwarten, die Tür zu einem weiteren Zinsschritt nach unten ist aber angelehnt. Die Fed hat erst auf ihrer jüngsten Zinssitzung mit der Ankündigung, monatlich hypothekenbesicherte Wertpapiere im Volumen von USD 40 Mrd. am Markt zu kaufen und das Volumen – wenn nötig – weiter aufzustocken, nochmals massiv am Liquiditätshahn gedreht. Außerdem geht die US-Notenbank nun davon aus, dass der Leitzins nicht bis 2014, sondern sogar bis mindestens Mitte 2015 auf einem äußerst niedrigen Niveau belassen wird. Dem nicht genug: Die Fed gab bekannt, ihren ultraexpansiven Kurs selbst dann noch für eine gewisse Zeit beizubehalten, wenn die Konjunktur schon wieder Schwung aufgenommen hat.

Ultraexpansive Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks

Zentralbankgeldmenge in Landeswährung (in Mrd.)



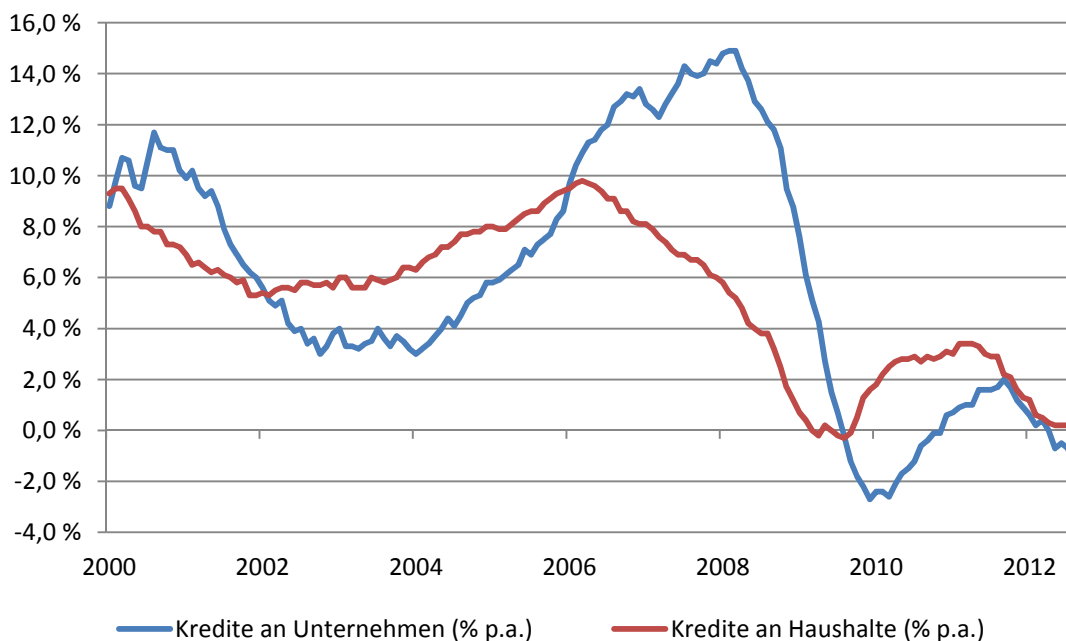
Quelle: Bloomberg

Ein Ende der lockeren Geldpolitik ist damit auf absehbare Zeit auf beiden Seiten des Atlantiks nicht in Sicht. Die Geldmarktsätze dürften damit in beiden Währungsräumen auf historisch extrem niedrigen Niveaus bleiben und auch das Potenzial für starke Renditeanstiege bei Staatsanleihen der sicheren Häfen USA und Deutschland scheint begrenzt.

Von der massiven Ausweitung der Zentralbankliquidität geht unserer Einschätzung nach noch keine langfristige Inflationsgefahr aus, da ein Großteil der zusätzlich geschaffenen Zentralbankliquidität bislang nicht in Form von Krediten in die Realwirtschaft gelangt. Dies geschieht einerseits, weil die Kreditnachfrage aufgrund der schlechten Wirtschaftslage derzeit gedämpft ausfällt, andererseits haben die Geschäftsbanken ihre Kreditvergabe aufgrund des unsicheren Wirtschaftsausblicks und verschärfter Regulierungen (Basel 3) beschränkt.

Zentralbankliquidität gelangt nur eingeschränkt in die Realwirtschaft

Kreditvergabe an den privaten Sektor im Euroraum

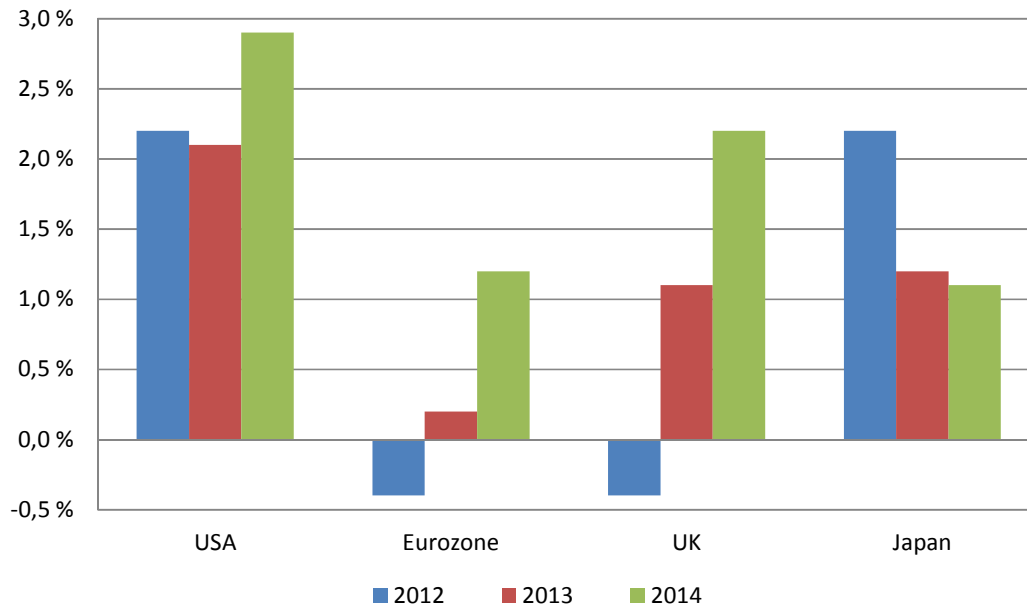


Quelle: Bloomberg, EZB

Vor diesem Hintergrund rechnet der IWF für 2013 und 2014 in den USA und der Eurozone sogar mit Inflationsraten von unter 2%. Im Jahr 2012 dürften die Inflationsraten in den USA und der Eurozone trotz der schwachen Konjunkturdynamik bei über 2% zu liegen kommen. Dies ist aber nicht der lockeren Geldpolitik zuzuschreiben sondern zu einem guten Teil dem starken Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise geschuldet. In der Eurozone sind außerdem die in vielen Ländern im Zuge der

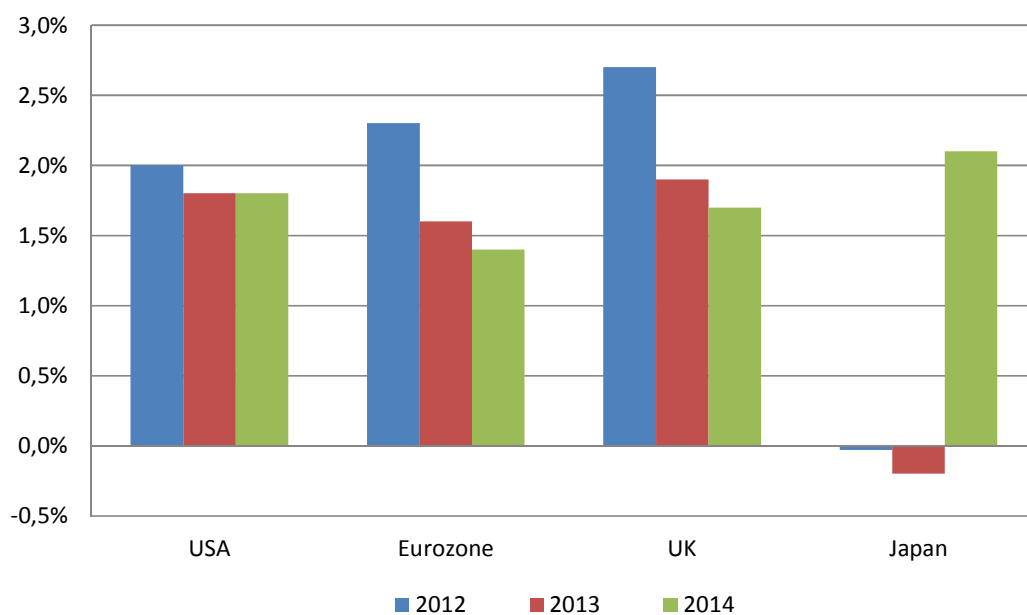
Budgetsanierung durchgeführten Steuer- und Gebührenanhebungen ein preistreibender Faktor. Dieser Faktor dürfte in den kommenden Jahren aufrecht bleiben bzw. auch in den USA zum Tragen kommen.

Bruttoinlandsprodukt (real, % p.a.) – Prognose IWF



Quelle: IMF World Economic Outlook, Oktober 2012

Inflation (% p.a.) – Prognose IWF



Quelle: IMF World Economic Outlook, Oktober 2012

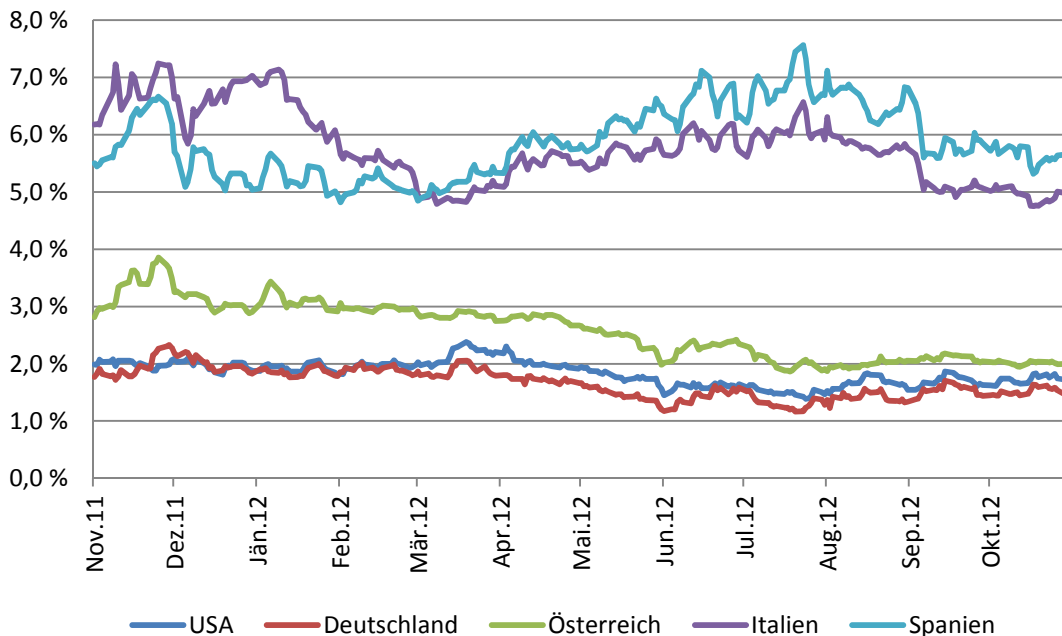
9. Entwicklung der Anlageklassen

9.1. Rückblick 2011/2012

Risikoanlagen entwickeln sich trotz Schuldenkrise sehr positiv

Die Geldpolitik wurde im Laufe des Geschäftsjahres 2011/12 erneut konzertiert gelockert. Diese Lockerung führte zu positiven Ergebnissen in nahezu allen Anlageklassen, obwohl sich der globale wirtschaftliche Ausblick im Jahresverlauf spürbar eintrübte. Sowohl aktuelle Daten als auch Frühindikatoren wiesen zuletzt eine negative Tendenz aus. Die Gewinnerwartungen sind in einzelnen Sektoren (z.B. zyklische Unternehmen) sehr hoch. Allerdings sind die derzeitigen Bewertungen der Aktienmärkte günstig und die hohen Dividendenrenditen dienen in einem Niedrigzinsumfeld als zusätzliche Unterstützung für Aktienmärkte.

Renditen Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit



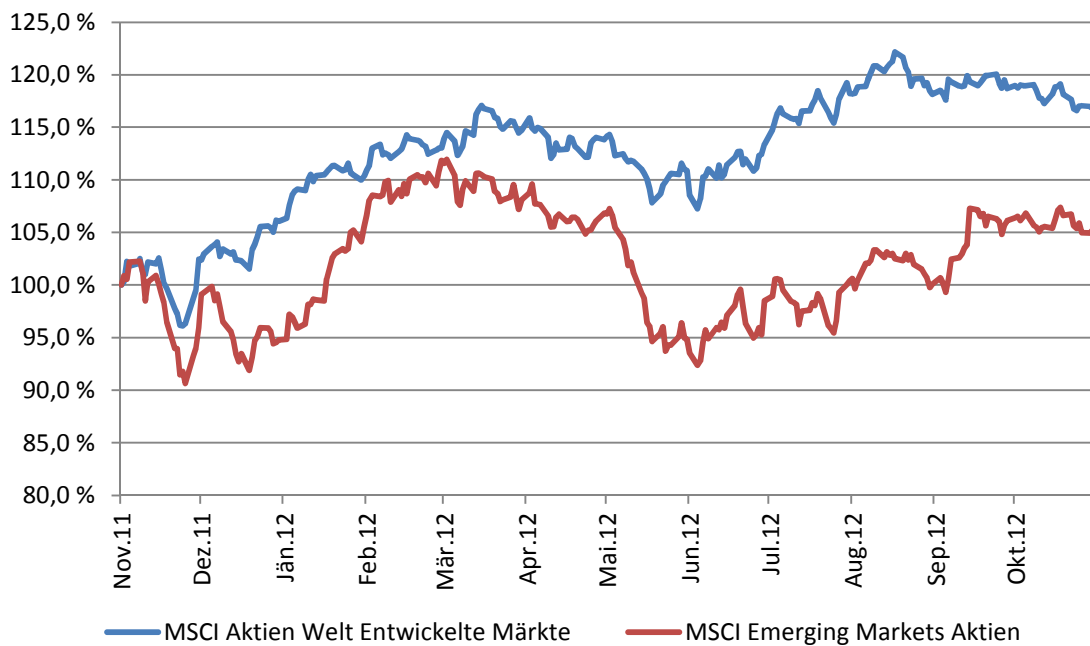
Quelle: Bloomberg

Die Erwartung der Marktteilnehmer, dass Notenbanken weltweit neue konjunkturstützende Maßnahmen ergreifen würden, war der maßgebliche Treiber für die Aktienmarkterholung im abgelaufenen Geschäftsjahr. Dementsprechend legten europäische Aktien trotz der allgemeinen Eintrübung des makroökonomischen Umfelds deutlich zu und auch US-Aktien erreichten Jahreshöchststände. Gleichzeitig verringerte

sich der Renditeabstand von italienischen und spanischen Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen erheblich.

Entscheidend für die künftige Entwicklung wird sein, ob neben der EZB auch die US-Notenbank Fed und die chinesische Zentralbank zusätzliche konjunkturstützende Maßnahmen ergreifen werden. Die Wahrscheinlichkeit dafür ist relativ hoch, da die Datenlage nach wie vor als kritisch einzustufen ist. So greift die Rezession in Europa mittlerweile eindeutig von den Randstaaten auf Kerneuropa über, wie der Rückgang in den Umfragen zum Geschäftsklima signalisiert. Der trübe Wachstumsausblick für Europa, an dem auch das Anleihenkaufprogramm der EZB unmittelbar nichts ändern wird, hindert die Marktteilnehmer daran, ihre defensive Positionierung (hohe Kassabestände) aufzugeben.

Aktienmärkte im Vergleich (Performance in EUR, in %)



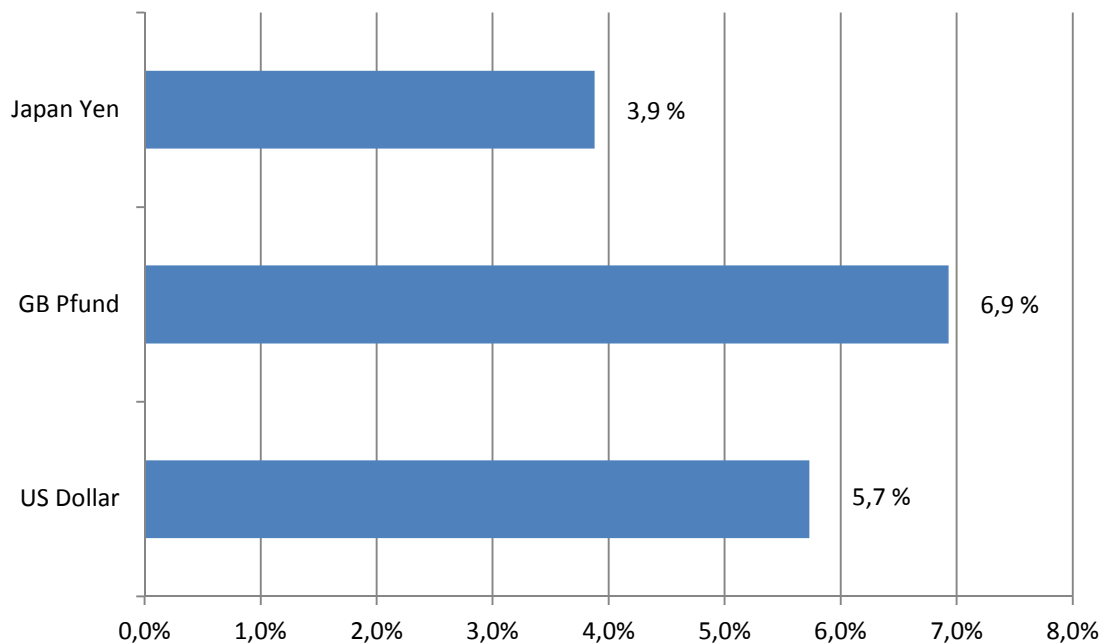
Quelle: Bloomberg

In den USA zeigt sich ein zwiespältiges Bild. Einerseits verzeichnet der US Immobilienmarkt eine deutliche Erholung seit Ausbruch der Finanzkrise, der Dienstleistungssektor entwickelt sich nach wie vor robust und Einzelhandelsumsätze sind hoch. Andererseits ist die Lage im verarbeitenden Gewerbe derzeit schwach. Auch wenn das US-Wachstum im Vergleich zu den Jahren vor der Finanzkrise verhalten bleibt, so sind die Aussichten in Relation zu Europa, als solide zu bewerten.

Kurzfristig sind mit Blick auf die (unklaren) Einzelheiten des Anleihenkaufprogramms der EZB immer noch Enttäuschungen möglich, und auch die Launen der politischen Entscheidungsprozesse in Europa könnten noch zu erhöhten Kursschwankungen führen. Zudem bestehen mittelfristig noch einige Fragezeichen, wie etwa die ungelösten budgetären Fragen in den USA (Fiscal Cliff), die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten und der mäßige konjunkturelle Ausblick für die Eurozone im Jahr 2013. Diese Risiken sind allerdings nicht neu und sind bisher vom Markt weitestgehend eingepreist.

Positiv für Aktien sind die zu Anleihen relativ günstigen Bewertungen. Die Risikobereitschaft ist unterdessen nach wie vor sehr verhalten. Die Gewinndynamik bleibt schwach, die Umsätze enttäuschen, und können auf Dauer nicht durch Effizienzsteigerungen kompensiert werden. Maßgeblich verantwortlich für die Enttäuschungen beim Gewinnwachstum sind auch überzogene Erwartungen seitens der Finanzanalysten. Nach wie vor wird geglaubt, dass die Unternehmensgewinne für 2013 zweistellig wachsen werden (USA 11%, Europa 13%, Japan 20%). Die Prognosen scheinen in Anbetracht des sehr schwierigen konjunkturellen Umfelds sehr aggressiv bzw. zu optimistisch und sind nicht im Einklang mit dem rezessiven Umfeld.

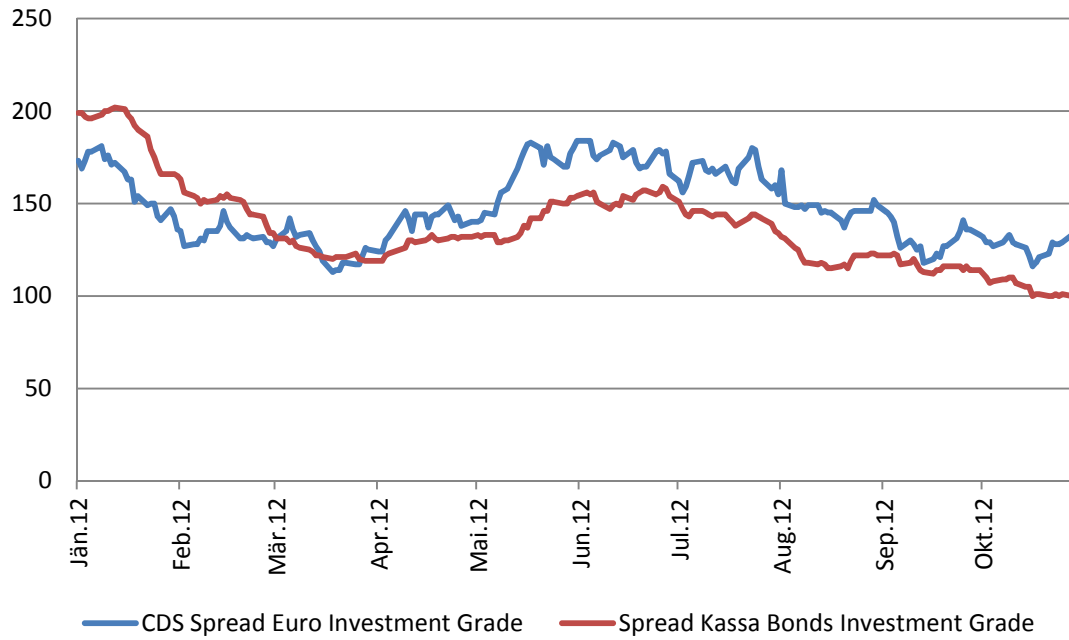
Währungsentwicklung vs. Euro im Geschäftsjahr 2011/2012



Quelle: Bloomberg

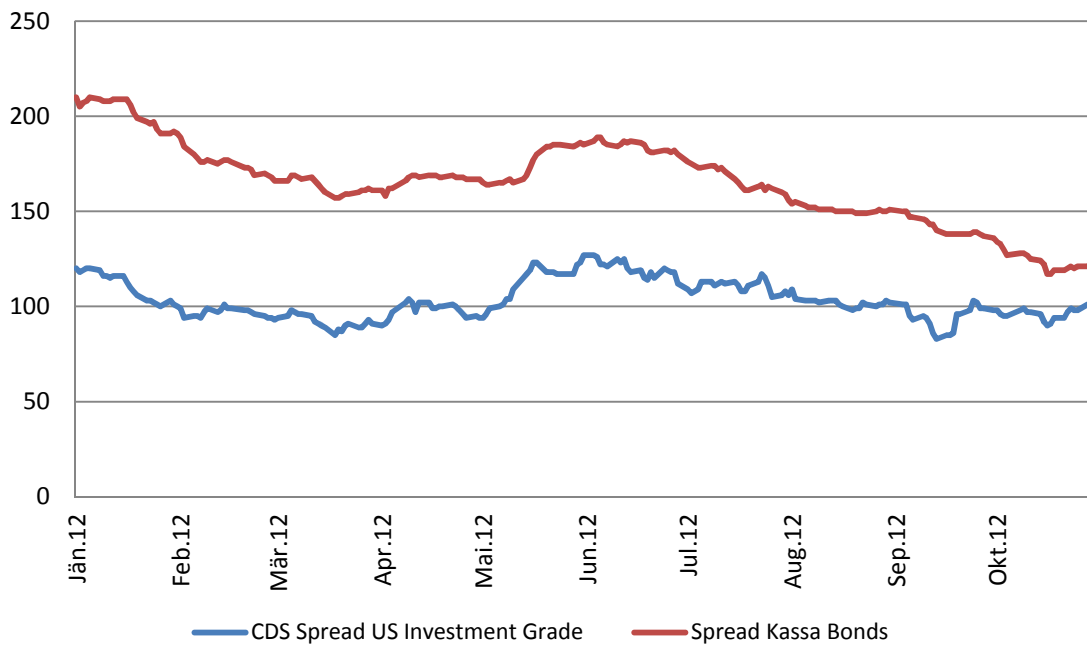
Hauptnutznießer des konjunkturell schwierigen Umfeldes bleiben Unternehmensanleihen (Corporates Investment Grade), wobei diese Anlageklasse vor allem durch eine Verknappung verfügbarer Anleihen gekennzeichnet ist.

Risikoaufschlag (Spread) Euro Unternehmensanleihen in Basispunkten (1 BP = 0,01%)



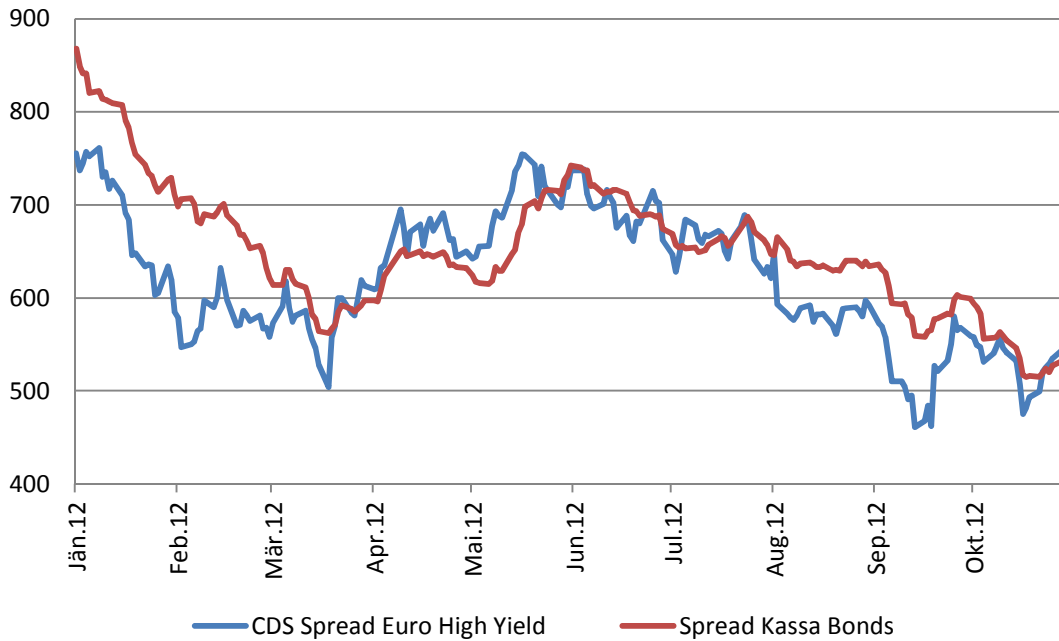
Quelle: Bloomberg

Risikoaufschlag (Spread) US Unternehmensanleihen in Basispunkten (1 BP = 0,01%)



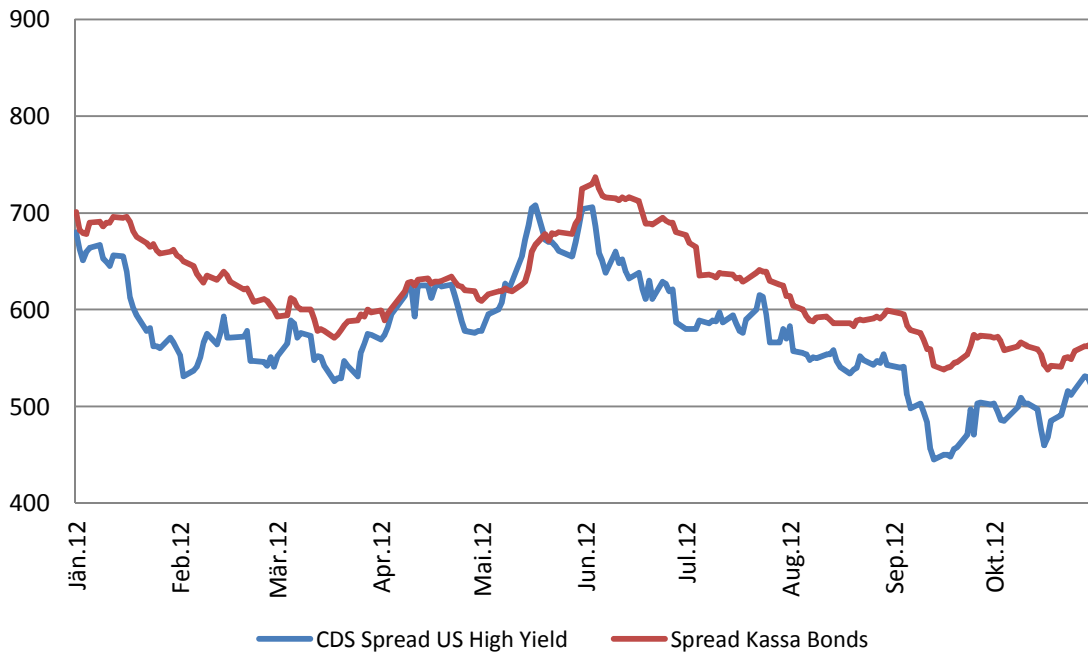
Quelle: Bloomberg

Risikoaufschlag (Spread) Euro Hochzinsanleihen in Basispunkten (1 BP = 0,01%)



Quelle: Bloomberg

Risikoaufschlag (Spread) US Hochzinsanleihen in Basispunkten (1 BP = 0,01%)



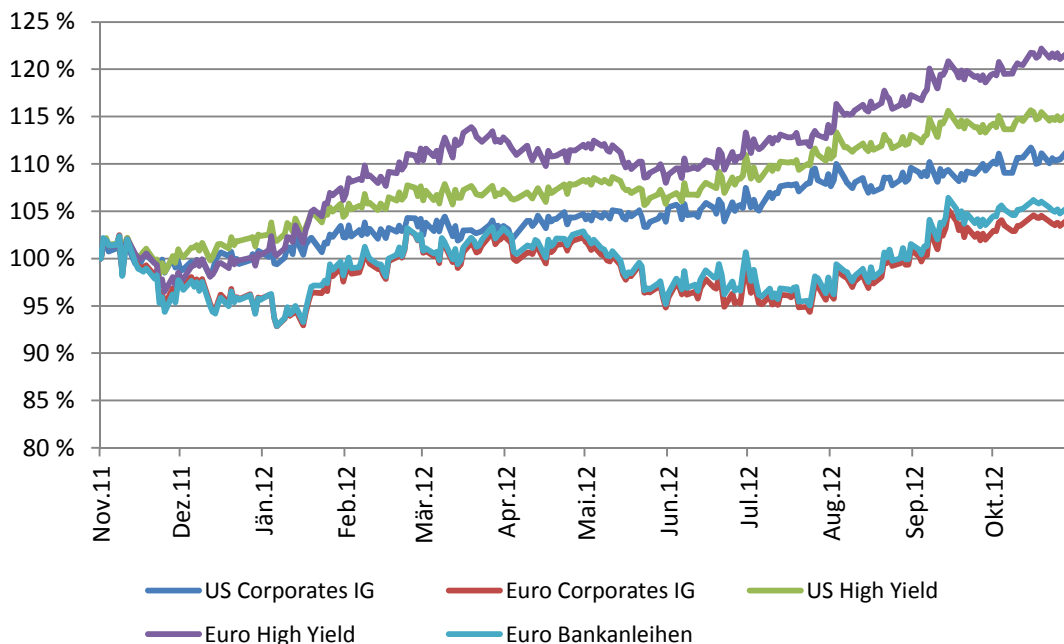
Quelle: Bloomberg

So hat eine ungewöhnliche Konstellation verschiedener Faktoren in den letzten zwei Jahren eine Verkleinerung des europäischen Markts für Investment Grade (IG)-Anleihen bewirkt.

Zum einen wurden viele nachrangige Bankanleihen und Schuldtitel aus den Peripherieländern ins High-Yield Segment herabgestuft. Zum anderen hat die aufgrund der unkonventionellen EZB-Politik vorhandene Überschussliquidität einen Abzug zahlreicher IG-Anleihen von den Märkten zur Folge. Außerdem wurde eine wachsende Anzahl von Unternehmensanleihen entweder über Rücknahmen und zuletzt verstärkt über Tender-Offerte von den Märkten genommen. Zudem haben die europäischen Banken deutlich weniger vorrangige unbesicherte Anleihen begeben als in der Vergangenheit, sodass die wichtigste Quelle für den Primärmarkt von IG-Anleihen versiegte.

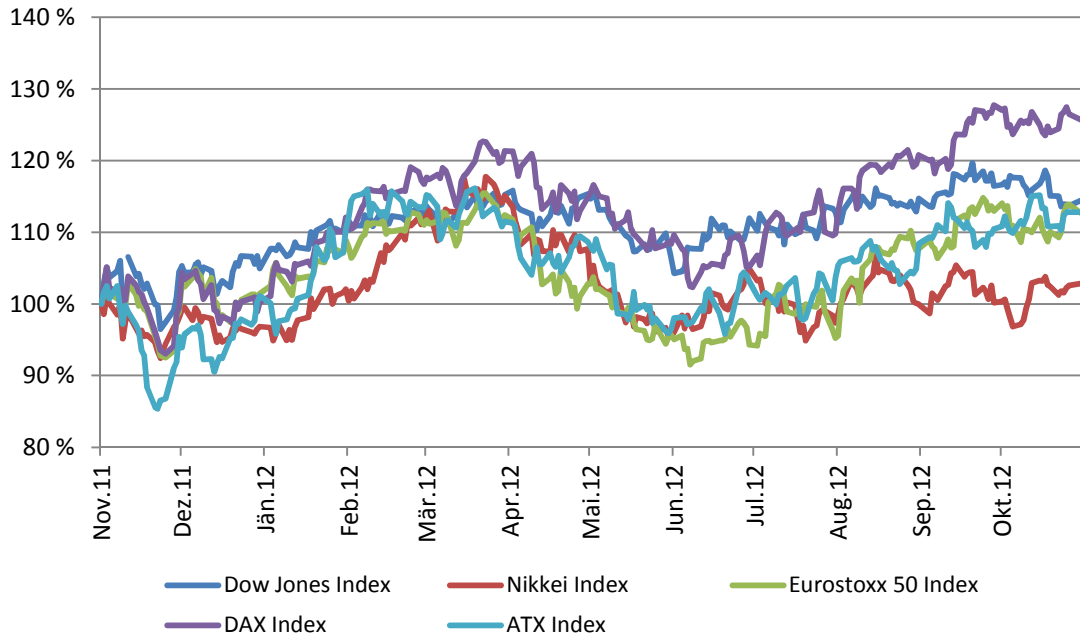
Des Weiteren werden Unternehmensanleihen weiterhin eine Überrendite gegenüber Staatsanleihen mit AAA-Rating erzielen – ein Umstand, welcher auf die Investoren angesichts des sehr niedrigen Zinsumfeldes als primäres Kaufargument wirkt. Aus diesen Gründen sucht immer mehr Geld von Investoren eine abnehmende Zahl von Anleihen – eine Kombination, die weiterhin für ein solides Umfeld bei Unternehmensanleihen sorgt.

Entwicklung Unternehmensanleihen im Vergleich (Performance in EUR, in %)



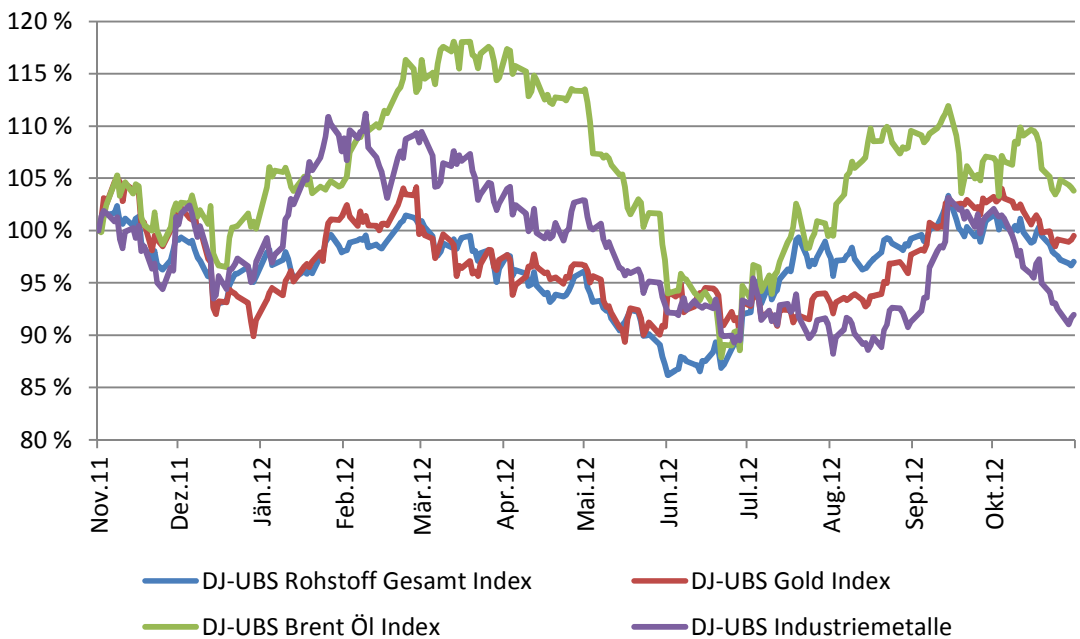
Quelle: Bloomberg

Entwicklung der Aktienmärkte im Vergleich (Performance in EUR, in %)



Quelle: Bloomberg

Entwicklung von Rohstoffen im Vergleich (Performance in USD, in %)



Quelle: Bloomberg

9.2. Ausblick 2012/2013

Die Erwartungen für 2012 und 2013 sind bedingt durch die anhaltenden konjunkturellen Unsicherheiten durchwachsen. Aus Sicht der Unternehmen und ihrer Finanzstärke ist man bei Unternehmensanleihen und Hochzinsanleihen eher zuversichtlich, dass auch im kommenden Jahr positive Erträge erwirtschaftet werden können. Das Ertragspotential von Aktien bleibt durch die Tatsache belastet, dass das Wirtschaftswachstum in den USA nach wie vor schwach ausfällt. Europa wird weiterhin von Unsicherheiten rund um die Schuldenkrise belastet. Die beschlossenen Sparmaßnahmen in den Euroländern führen in weiten Teilen Europas zu zunehmender Arbeitslosigkeit und konjunktureller Verlangsamung. Der Abbau der hohen Verschuldung im öffentlichen und/oder privaten Sektor stellt sowohl in Europa als auch in den USA weiterhin eine große Herausforderung dar.

Die Risiken für die Kapitalmärkte ergeben sich vorrangig aus der Unsicherheit bezüglich der weiteren Entwicklung der globalen Konjunktur. Die sehr tiefe Rezession in der europäischen Peripherie, die Budgetdiskussionen in den USA, die politischen Spannungen im mittleren Osten und nicht zuletzt die wirtschaftliche Entwicklung in China können phasenweise zu erhöhter Volatilität und Kursschwankungen führen. Sollten jedoch die Bemühungen der Notenbanken zur Eindämmung der Schuldenkrise von glaubhaften, politischen Reformen begleitet werden, ist mit einer nachhaltigen und sehr positiven Entwicklung der Kapitalmärkte zu rechnen. Fundamental betrachtet haben die meisten Unternehmen sehr solide Bilanzen und weisen in vielen Fällen höhere Kassabestände als kurzfristige Schulden auf. Hinzu kommt, dass die meisten Unternehmen sich auch an den Finanzmärkten bedingt durch das sehr niedrige Zins- und Spreadniveau günstiger refinanzieren können. Inflation wird nach wie vor als keine Gefahr gesehen, da die Notenbanken derzeit eher damit beschäftigt sind, die Wirtschaft vor einem Abgleiten in eine Rezession zu bewahren.

10. Exkurs: Emerging Markets

Brasilien - Die Industrie des Landes hat ihre Kraft verloren

Die sechstgrößte Volkswirtschaft der Welt leidet unter der mangelnden Wettbewerbsfähigkeit vieler Firmen. Die Wachstumsraten vergangener Jahre sind derzeit nicht erzielbar. Gleich zwei schlechte Nachrichten schockten die zuletzt erfolgsverwöhnte brasilianische Wirtschaft. Wie die nationale Statistikbehörde jetzt mitteilte, wuchs die sechstgrößte Volkswirtschaft im Jahr 2011 nur noch um magere 2,7% nach 7,5% im Jahr 2010.

Die Industrie ist inzwischen der Bremsklotz der brasilianischen Konjunktur. Denn mit dem katastrophalen Jahresstart 2012 stagniert sie nun schon seit mehr als zwei Jahren.

Die Regierung versucht schon seit längerem, mit Steuerbefreiungen für einzelne Branchen (Konsumgüter) und erhöhten Importsteuern (etwa für Pkw) gegenzusteuern. Sollte das Wachstum jetzt geringer ausfallen, wird die Regierung alle Instrumente nutzen, um eine Konjunkturabkühlung zu verhindern. Unterstützung erhält die Konjunktur dadurch, dass noch bis 2014 staatliche und private Infrastrukturprojekte für umgerechnet rund EUR 180 Mrd. umgesetzt werden. Und Brasilien verfügt über Spielraum für weitere Stimulierungsmaßnahmen. Die Devisenreserven sind hoch, ausländisches Kapital strömt weiter ins Land und die Notenbank kann die Zinsen noch senken. Doch Wachstumsraten von über sieben Prozent wie 2010 sind außer Sichtweite. Nach einer Umfrage der Zentralbank rechnen die führenden Investmentbanken damit, dass Brasilien 2013 rund 4% wachsen wird.

Russland - Abhängigkeit vom Öl hemmt die Entwicklung

Russland hat die Finanzkrise gut überstanden. Doch das schlechte Geschäftsklima und die Rechtsunsicherheit bremsen die Wirtschaft des Landes.

Das große Ziel rückt in die Ferne. 7% sollte die russische Wirtschaft nach dem Willen Wladimir Putins in den kommenden Jahren wachsen. Doch die ambitionierten Ziele des neuen russischen Präsidenten werden sich nicht erfüllen. In diesem Jahr wird sich die Konjunktur merklich abkühlen. Das reale Wachstum wird unter dem Niveau von 2011 liegen, in dem das Plus 4,3% betrug. Die offizielle Prognose des Wirtschaftsministeriums liegt bei 3,7%. Der Internationale Währungsfonds rechnet nur noch mit 3,3%. Verantwortlich dafür ist die schwache Weltkonjunktur; die Schuldenkrise in Europa spürt Russland hingegen wenig.

Zwar hat die russische Wirtschaft die Finanzkrise des Jahres 2008 gut überwunden. Die Erholung ist jedoch nur auf den hohen Ölpreis zurückzuführen. Der Wirtschaft mangelt es an zusätzlichen Impulsen und speziell die Binnenkonjunktur entwickelt sich nicht sehr gut.

Um konstant hohe Zuwächse zu erzielen, muss das Land die Wirtschaft modernisieren und diversifizieren. Gleichzeitig muss sich das Geschäftsklima verbessern. Vor allem die Schaffung eines unabhängigen Justizsystems und weniger Interventionen des Staates in die Wirtschaft wären dazu notwendig. Eine weitere wichtige Aufgabe ist der Stopp des Kapitalabflusses. Fast 85 Milliarden US-Dollar schafften die Russen 2011 außer Landes.

Der IWF warnt: Ändert Russland seine Wirtschaftsstrategie nicht, wird das Wachstum auf mittlere Sicht zwischen 3,5% und 4% liegen. Reformiert die Regierung das Land, könne das jährliche Plus 6% betragen. Nötig seien dafür Haushaltskürzungen, eine Kontrolle über die Inflation sowie ein besser entwickeltes Finanzsystem. Experten hoffen außerdem auf einen weiteren Wachstumsschub durch den WTO-Beitritt, wodurch Russland wieder näher an das von Putin ausgegebene Ziel herankäme.

Indien - Die Wirtschaft braucht dringend neue Impulse

Mit 5,3% und 5,5% p.a. wuchs die indische Wirtschaft in den ersten beiden Quartalen 2012 enttäuschend schwach. Das Wirtschaftswachstum für das Gesamtjahr 2012 dürfte deshalb laut Schätzungen des IWF nur bei 4,9% p.a. liegen, was die niedrigste Wachstumsrate in den letzten zehn Jahren bedeutet. Im nächsten Jahr soll das Wirtschaftswachstum laut Währungsfonds wieder auf 6,1% anziehen.

Die Möglichkeiten der indischen Notenbank die Wirtschaft mit einer lockeren Geldpolitik anzukurbeln sind aufgrund der hartnäckig hohen Inflationsrate begrenzt. Trotz der zuletzt schwachen Konjunkturdynamik lag die Teuerungsrate im Jahresvergleich in den letzten Monaten noch zwischen 8% und 10%. Die Notenbank hat zwar im April mit einer Senkung des Leitzinses von 8,5% auf 8% auf die geringe Wachstumsdynamik reagiert. Aufgrund der ungünstigen Inflationsdynamik sehen wichtige Vertreter der Notenbank derzeit aber wenig Spielraum für weitere Zinssenkungen.

Der indischen Regierung sind aufgrund der angespannten Budgetsituation – das Budgetdefizit dürfte 2012 bei 9,5% des BIP liegen – ebenfalls die Hände hinsichtlich neuer Stimulierungsmaßnahmen (z.B. Erhöhung von Agrar- und Energiesubventionen) gebunden. Im Gegenteil, die Regierung musste nach Monaten des politischen Stillstands aufgrund drohender Ratingherabstufungen zuletzt eine Reihe an unpopulären Budgetkonsolidierungsmaßnahmen und Strukturreformen bekannt geben.

Laut IWF sind noch weitere Schritte zur Förderung von Infrastrukturinvestitionen und zur Erleichterung von Auslandsinvestitionen sowie eine weitreichende Reform des staatlichen Subventionssystems notwendig, um auch zukünftig hohe BIP-Wachstumsraten sowie die Rückkehr zu einem nachhaltigen Budgetpfad zu erreichen.

China - Mehr qualitatives Wachstum wäre besser

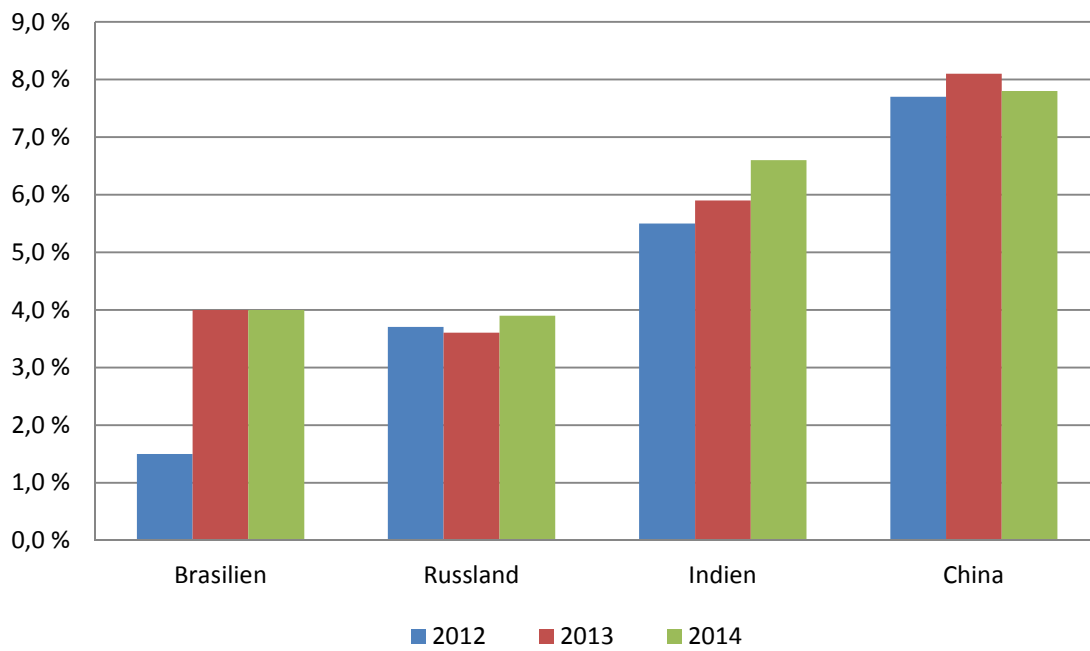
Das Turbo-Wachstum der vergangenen Jahre hat zu verheerenden Umweltschäden geführt. Weniger Wachstum ist deshalb das Gebot der Stunde. Chinas Kommunistische Partei plant gern von langer Hand. Schon in den 1990er-Jahren hatte die Partei die Devise ausgegeben, im neuen Jahrtausend die Wachstumsraten zu senken, damit Qualität Vorrang vor Quantität habe. Das gelang zwar in den Jahren 2006 bis 2011 nicht, statt der erstrebten 7,5% gab es ein Plus von 10%. Doch derzeit scheint das Wachstum wie geplant zu sinken.

Der aktuelle Wachstums-Zielwert für die Zeit bis 2015 beträgt 7%, 2012 sollen es 7,5% werden. Tatsächlich zeigen aktuelle Daten, dass Chinas Exporte zurückgehen und gleichzeitig die Importe stark steigen.

Die Wende von quantitativem zu qualitativem Wachstum in China ist überfällig. Denn nach Jahrzehnten des stürmischen Turbo-Wachstums sind die Umweltbelastungen und die dadurch langfristig entstandenen Schäden unübersehbar. Und die Einkommensschere klafft in der Volksrepublik heute schon so weit auseinander wie in den USA. Der Konkurrenzkampf auf dem Arbeitsmarkt führt zunehmend zu sozialen Unruhen. In dieser Situation das Bruttoinlandsprodukt Jahr für Jahr um zehn Prozent zu erhöhen, wäre keine geeignete Strategie für nachhaltiges Wachstum. Die exzessive Nutzung aller Ressourcen muss gedrosselt werden, um längerfristig die negativen ökologischen Folgen des starken Wachstums zu minimieren. Chinas Führung und Ökonomen stimmen überein, dass derzeit die Förderung des privaten Konsums besonders wichtig ist.

Bruttoinlandsprodukt (real, % p.a.)

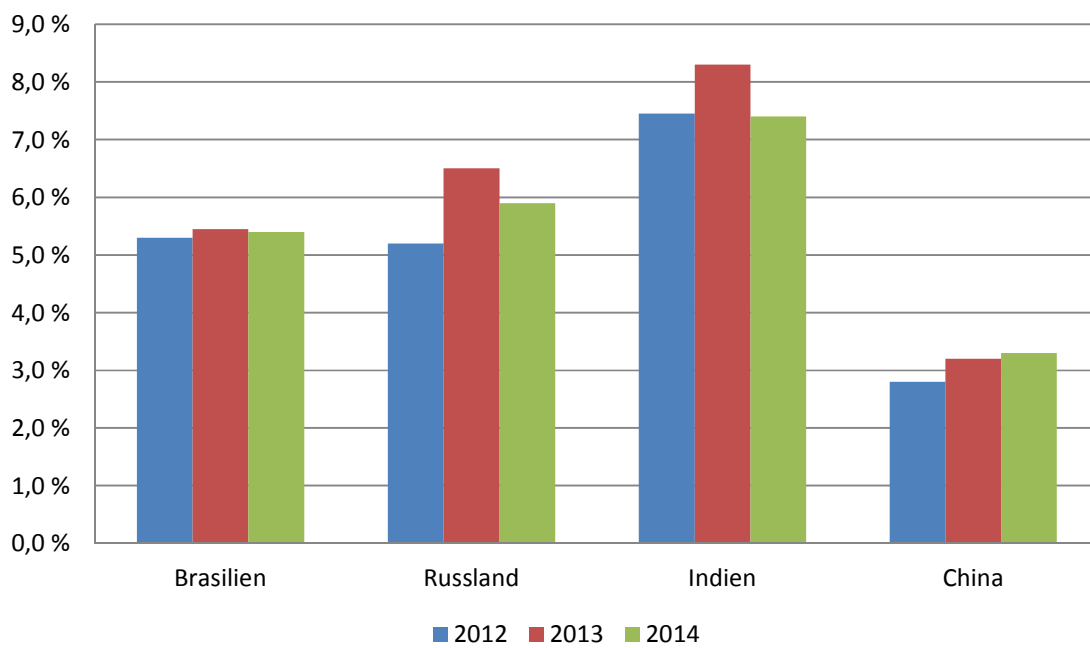
Konsensprognosen



Quelle: Bloomberg

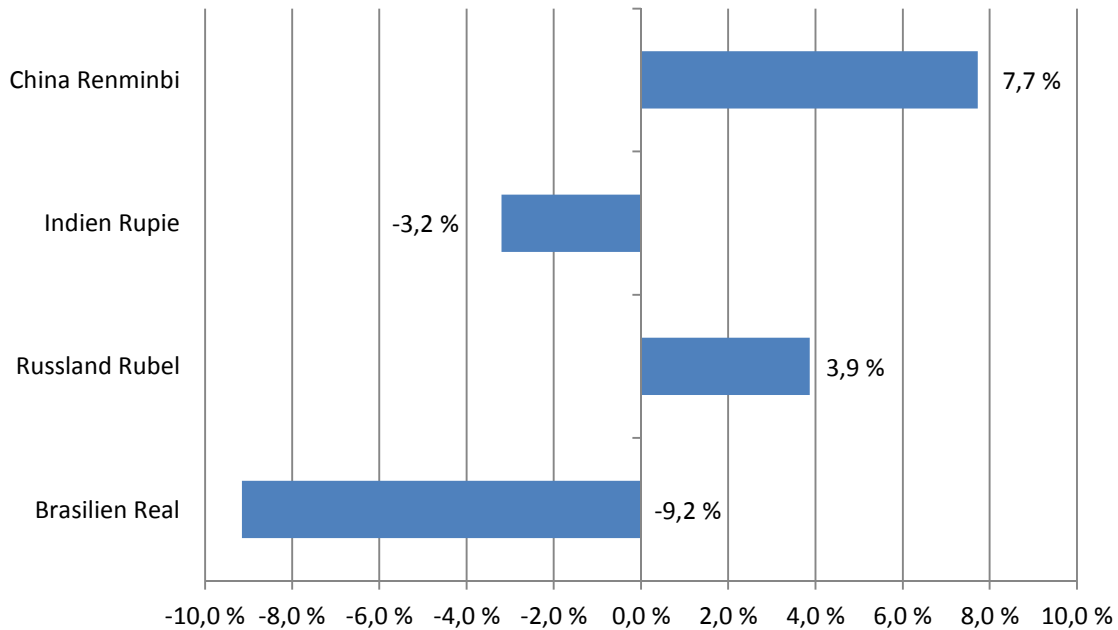
Inflation (% p.a.)

Konsensprognosen



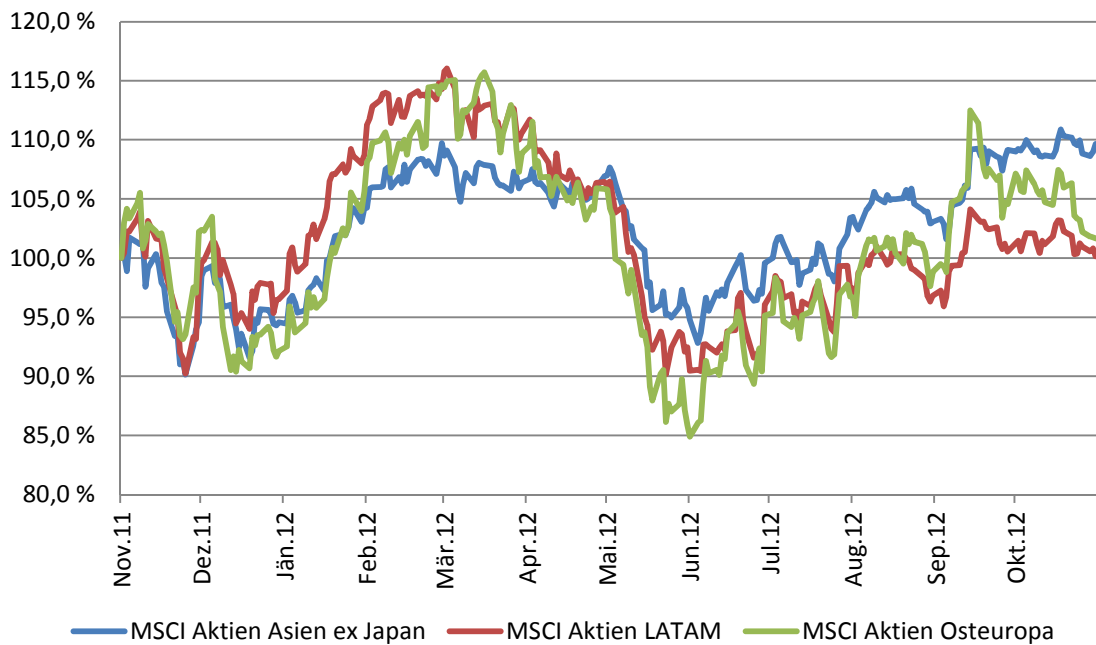
Quelle: Bloomberg

Währungsentwicklung vs. Euro im Geschäftsjahr 2011/2012



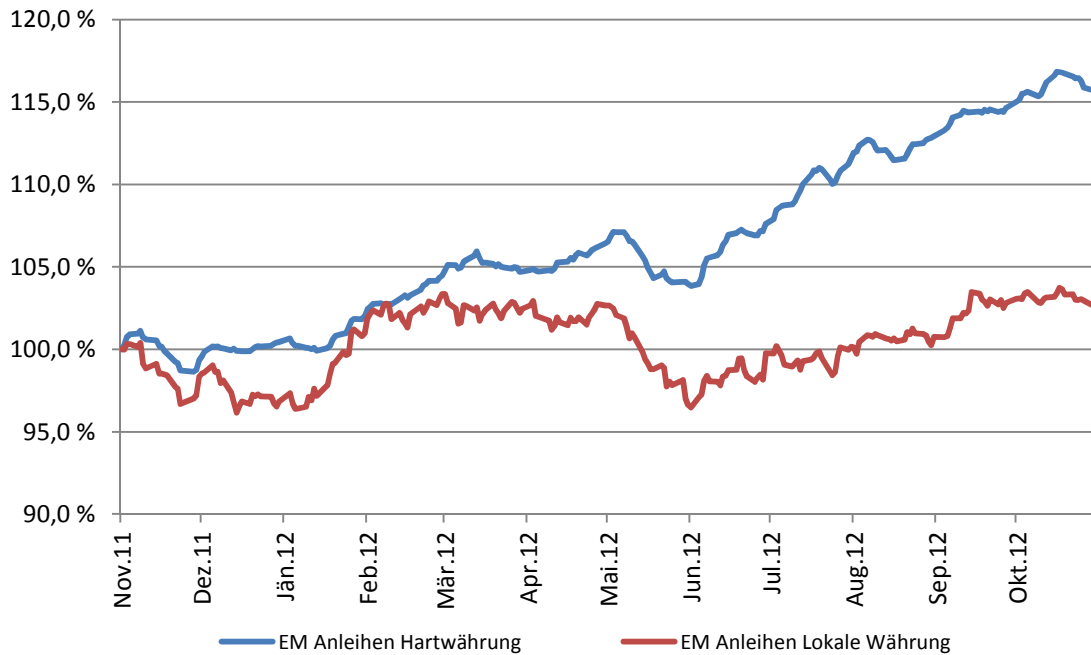
Quelle: Bloomberg

Aktienmärkte Emerging Markets im Vergleich (Performance in EUR, in %)



Quelle: Bloomberg

Emerging Markets Anleihen im Vergleich (Performance in EUR, in %)



Quelle: Bloomberg

Die zweite Reihe der Entwicklungsländer

Während das Wachstum in den BRIC-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China) nachlässt, rückt die zweite Reihe der Schwellenländer ins Blickfeld. Schon jetzt tragen die Schwellenländer außerhalb der BRIC gut ein Viertel zum globalen Wachstum bei. 2050 werden es nach Schätzung der Investmentbank Goldman Sachs 40 Prozent sein.

In Asien arbeiten sich nach dem Muster, das Japan und Korea geprägt haben, immer mehr Staaten die Wertschöpfungskette hoch. Indonesien, nach Bevölkerungszahl das viertgrößte Land der Welt, wuchs zuletzt um mehr als 6% und wird nach Einschätzung von Analysten auch die nächsten zwei Jahrzehnte um mehr als 5% im Jahr zulegen. Ähnlich robust zeigt sich die Entwicklung etwa in Vietnam. Zu den „Next Eleven“ mit langfristig guten Aussichten zählt die US-Investmentbank in Asien auch noch die Philippinen, Pakistan und Bangladesch. Bankvolkswirte trauen den „Next Eleven“ auf Jahrzehnte hinaus Wachstumsraten von 7% bis 8% zu.

Für Enttäuschung sorgt dagegen Südafrika, wo sich die Wachstumsrate auch wegen verschlechterter politischer Rahmenbedingungen auf 3% verringert hat. Das ist zu wenig, um die Arbeitslosigkeit in einer stark wachsenden Bevölkerung zu senken.

Einen tiefen Absturz hat derzeit die Türkei zu verkraften, die sich am Südostrand Europas zu einer regionalen Wirtschaftsmacht emporgearbeitet hat. Hier war das Bruttoinlandsprodukt zwei Jahre in Folge um mehr als 8% gewachsen, bevor es im vergangenen Jahr auf weniger als 3% abstürzte. Ökonomen fürchten, dass auf einen hitzigen Boom mit hohen Inflationsraten eine harte Landung folgt. Die Nähe zur Euro-Zone, die viele Jahre für die dynamische türkische Wirtschaft ein Vorteil war, erwies sich bedingt durch die Euro-Krise als Belastung.

Impressum

Land Niederösterreich Finanz- und Beteiligungsmanagement GmbH

Landhausplatz 1, A-3109 St. Pölten

Zweigniederlassung Wien, Wipplingerstraße 1, A-1010 Wien

E-mail: office@fibeg.at

Internetadresse: www.fibeg.at

Firmensitz: in politischer Gemeinde St. Pölten

Firmenbuchgericht: Landesgericht St. Pölten

Firmenbuchnummer: FN 216099 v

Geschäftsanschrift: Landhausplatz 1, A-3109 St. Pölten

Rechtsform: Gesellschaft mit beschränkter Haftung

UID-Nummer: ATU55890307