

# Market Trends

## Zusammenfassung

### Überblick

- Im Februar brachen die Aktienmärkte erneut ein, nachdem der „Financial Stability Plan“ der US-Administration für Enttäuschung sorgte und sich Spekulationen über den angeschlagenen Zustand einiger mittel- und osteuropäischer Länder (MOE) mehrten.
- Gleichzeitig punkteten Staatsanleihen mit stabileren Renditen, während sich die Spreads von Unternehmensanleihen verengten. Darüber hinaus verzeichneten „am Tropf hängende“ Geldmärkte weitere Entspannung.
- Kurzfristig sollten die Märkte weiterhin unter Druck bleiben. Eine stabilere Entwicklung dürfte nicht vor Ende der Berichtssaison des ersten Quartals zu erwarten sein. Vor allem müssen sich zunächst einmal die volkswirtschaftlichen Daten verbessern. Aus heutiger Sicht wird dies wohl erst im Frühsommer zu erwarten sein.

### Aktien

- Nachdem die Ertragsersparungen zunächst dem dynamischeren Verlauf des ISM-Index gefolgt waren, ist jetzt wieder mit Abwärtskorrekturen zu rechnen.
- Der Rettungsplan von US-Finanzminister Geithner sowie die gedrückte Stimmung begünstigen eine vorübergehende Rally. Andererseits stellen rückläufige Bewertungen, bislang unzureichend quantifizierte Kreditrisiken sowie die Folgen eines in weite Ferne gerückten Aufschwungs enorme Risiken dar.
- Bis auf Weiteres wird das Umfeld von niedrigen KGVs geprägt sein. Dabei besteht aufgrund der gegenwärtigen Risiken eine reale Gefahr, dass die KGVs noch weiter sinken.

### Anleihen

- Während die US-Anleihemärkte von Angebots- und Inflationsnöten geprägt waren, schnitten die Anleihemärkte des Euro-Raums im Februar vergleichsweise positiv ab.
- Die Flut von Anleiheemissionen sowie eine mögliche Monetarisierung von Schuldtiteln sollten einen Renditeanstieg in den USA begrenzen. Demgegenüber ist die Lage im Euro-Raum noch günstig. Insofern muss man damit rechnen, dass die Folgen der schwachen Konjunktur schließlich auch die Anleihemärkte des Euro-Raums erfassen werden.



- Unser Portfolio schnitt im Februar ausgesprochen positiv ab. Unsere offensive Vorgehensweise erwies sich als richtig: Wir übertrafen die Benchmark um 29 Bp.
- Seit der letzten „Market Trends“-Ausgabe haben wir unsere Handlungsempfehlungen teilweise angepasst. Insbesondere sind wir zu einer länger laufenden inflationsgeschützten Anleihe aus dem Euro-Raum übergegangen.

### Währungen

- Der US-Dollar wird voraussichtlich gegenüber dem Euro seitwärts tendieren, nachdem er im vergangenen Monat zugelegt hatte.
- Der Yen hat in letzter Zeit an Boden verloren. Auch wenn die Fundamentaldaten diese Entwicklung rechtfertigen, dürften bis Ende März Kapitalrückflüsse den weiteren Verlauf prägen.



Tabelle 1

	BIP-Wachstum			Inflationsrate		
	2008e	2009f	2010f	2008e	2009f	2010f
USA	1,2	-2,3	0,3	3,8	-0,7	1,7
Euro-Raum	0,8	-2,5	0,6	3,3	0,7	1,7
Japan	-0,7	-4,6	0,3	1,4	-1,1	-0,1
UK	0,7	-2,9	0,5	3,6	0,6	3,1
Welt	2,9	0,3	2,4	4,0	0,7	2,1

## Überblick

Während der vergangenen vier Wochen gerieten die Aktienmärkte abermals unter starken Druck. Basierend auf einem Fünf-Tages-Durchschnitt ließen Aktien aus dem Euro-Raum um weitere 6,8 % nach, während US-Aktien sogar um 7,5 % fielen.

Angetrieben wurde diese Entwicklung vor allem von zwei Faktoren: Der mit Ungeduld erwartete Finanzstabilitätsplan („Financial Stability Plan“) der neuen Regierung Obama ist der Investorenschaft nicht konkret genug, obwohl frische Mittel in Höhe von über zwei Billionen US-Dollar zugesagt und Strukturmaßnahmen zur Verbesserung der Kapitalsituation im Bankensektor angekündigt wurden.

### US-Rettungspaket kann Abwärtskurs der Aktienmärkte nicht stoppen

Das Ausmaß der Skepsis überrascht allerdings, ist doch das neu aufge-

legte Paket eine eindeutige Verbesserung gegenüber dem Vorgängerprogramm „TARP“. Möglicherweise hebt sich die Stimmung noch, wenn weitere Einzelheiten zum Programm veröffentlicht werden. Der andere entscheidende Faktor, der die Aktienmärkte derzeit belastet, sind die wachsenden Bedenken im Hinblick auf den möglicherweise angeschlagenen Zustand einiger Länder in Mittel- und Osteuropa („MOE“). Auslöser war ein Bericht der Ratingagentur Moody's, wonach Banken westlicher Industrienationen wegen der zunehmenden Labilität des Bankensystems in den MOE herabgestuft werden könnten.

Wenn auch die Aktienkurse rutschten und sich die CDS-Spreads der betreffenden Länder massiv ausweiteten, erwiesen sich andere Marktsegmente als robuster. Das gilt insbesondere für Unternehmensanleihen, bei denen sich die Spread-Verengung infolge hoher Anlegernachfrage – vor allem am Primärmarkt, zunehmend aber auch am Sekundärmarkt – fortsetzte. Auch die in den Genuss staatlicher Finanzspritzen kommenden Geldmärkte entspannten sich zusehends. Hier gingen die Interbankensätze weiter zurück. Last but not least entsprach auch der Renditerückgang an den Staatsanleihemärkten im Euro-Raum nicht dem Kursverfall bei Aktien. In den USA kam es hier unter dem Strich betrachtet sogar zu einem Anstieg.

Der Druck auf die Märkte dürfte weiter anhalten. Vor allem werden die volkswirtschaftlichen Daten in den kommenden Wochen weltweit äußerst schwach bleiben. In den MOE-Ländern dürfte

sich derweil der Abfluss internationalen Kapitals fortsetzen und damit den Druck auf diese Volkswirtschaften weiter verstärken. Und schließlich werden auch die Unternehmenserträge enttä-

Tabelle 2

Anleihen	aktuell	1M.	12M.
10J. Treasuries (USA)	2,83	2,70	3,30
10J. Bunds (Deutschland)	3,02	2,90	3,30
10J. JGBs (Japan)	1,28	1,20	1,40
Unternehmensanleihen	aktuell	1M.	12M.
IBOXX Corporates	274	270	230
Non Fin			
Währungen	aktuell	1M.	12M.
USD/EUR	1,28	1,28	1,40
JPY/USD	95	92	107
GBP/EUR	0,88	0,91	0,89
Aktien	aktuell	1M.	12M.
S&P 500	766	762	850
MSCI EMU	62	61	70

Aktuelle Werte = Durchschnittswerte der letzten fünf Handelstage

schon, Folge der in Rekordtempo fallenden nominalen Wirtschaftsleistung. Die wachsende Sorge, dass eine relativ hohe Zahl von Großbanken wohl voll verstaatlicht werden muss, stellt eine weitere Belastung für die Märkte dar. Auch wenn dadurch die Solvenz angeschlagener Finanzinstitute – und damit ein stetiger Fluss von Betriebskapital in die Privatwirtschaft – gewährleistet werden kann, besteht auf mittlere Sicht die Gefahr, dass Kapital nicht optimal oder effizient eingesetzt wird. Die Folge wäre eine weitere Verlangsamung des Wachstums. Die Anleihemärkte sind derzeit weniger von Sorgen um das Überangebot geprägt, sondern stehen vielmehr unter dem Eindruck rückläufigen Wachstums, sinkender Inflation und geldpolitischer Lockerung. Wir erwarten daher einen erneuten Rückgang der Renditen langfristiger Staatsanleihen.

Angesichts der bisher erlittenen Verluste fragt man sich, ob überhaupt die Chance einer Trendumkehr besteht. Aus heutiger Sicht könnte es ab Frühsommer zu einer Bärenmarkt-Rally kommen. Die Hoffnungen auf eine zumindest vorübergehende Atempause

### Erholung erst dann denkbar, wenn Konjunkturprogramme Wirkung zeigen

stützen sich auf die derzeit umgesetzten Wirtschaftsförderungsprogramme. Angesichts des Umfangs der in den USA und China geschnürten Konjunkturpakete sollte sich hier eine gewisse Entspannung bei den Wirtschaftsdaten abzeichnen. Die kritische Wahrnehmung der staatlichen Rettungsmaßnahmen durch den Markt könnte sich dann auch verbessern. Um Missverständnissen vorzubeugen: Wir erwarten keine baldige, tief greifende Erholung. Dafür sind die Probleme, mit denen der Finanzsektor zu kämpfen hat, zu immens und die Notwendigkeit, makroökonomische Verzerrungen auszubügeln, zu gravierend. Gleichwohl hat die Deflationsphase der japanischen Wirtschaft in den 1990er Jahren gezeigt, dass auch bei anhaltenden Baissemärkten längere

Erholungsperioden möglich sind. Bevor wir jedoch mit einer solchen Besserung rechnen können, müssen wir erst noch die Berichtssaison des ersten Quartals (die im April beginnt) hinter uns bringen. Vorerst bleiben wir bei unserer Empfehlung, Aktien unter- und Anleihen überzugewichten. Angesichts der bisherigen Kursentwicklung ist unsere Ausrichtung daher weniger offensiv als in den ersten Wochen dieses Jahres.

#### Autoren:

Überblick: **Dr. Klaus Wiener**

Tel.: +49 221/1636-340  
E-Mail: klaus.wiener@geninvest.de

Aktien: **dott. Michele Morganti**

Tel.: +39 040/671-599  
E-Mail: michele.morganti@am.geninvest.com

Anleihen: **Dr. Florian Späte, CIIA**

Tel.: +49 221/1636-367  
E-Mail: florian.spaete@geninvest.de

Währungen: **Dr. Christoph Siepman**

**Dr. Martin Wolburg, CIIA**

Tel.: +49 221/1636-342/-346  
E-Mail: christoph.siepman@geninvest.de  
martin.wolburg@geninvest.de

Tabelle 3

#### Entwicklung der Renten, Wechselkurse und Rohstoffe

	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE* 2008
Stand:	27.02.2009				
<b>3-Monats-Geldmarktsatz</b>					
US 3M Libor	1,26	1,18	2,22	3,06	1,43
EUR Eonia	1,37	1,27	2,97	4,04	2,35
EUR 1M Libor	1,52	1,74	3,57	4,20	2,59
EUR 3M Libor	1,83	2,09	3,85	4,39	2,89
JPN 3M Libor	0,64	0,76	0,94	0,96	0,83
UK 3M Libor	2,05	2,17	3,91	5,74	2,77
SWI 3M Libor	0,50	0,53	1,26	2,80	0,66
<b>Renten</b>					
2J. Treasuries	1,02	0,95	1,04	1,64	0,76
5J. Treasuries	1,99	1,81	1,97	2,49	1,55
10J. Treasuries	3,04	2,84	2,97	3,53	2,25
2J. Bunds	1,29	1,52	2,20	3,18	1,74
5J. Bunds	2,22	2,45	2,66	3,37	2,32
10J. Bunds	3,10	3,29	3,25	3,89	2,94
2J. JGBs	0,39	0,41	0,59	0,56	0,37
5J. JGBs	0,70	0,74	0,87	0,83	0,68
10J. JGBs	1,27	1,29	1,40	1,36	1,17
2J. Gilts	1,42	1,48	2,18	4,05	1,08
5J. Gilts	2,18	2,46	3,20	4,15	2,51
10J. Gilts	3,62	3,91	3,77	4,46	3,09
2-Year Bonds SWI	0,46	0,45	1,17	2,01	0,45
5-Year Bonds SWI	1,15	1,20	1,74	2,50	1,37
10-Year Bonds SWI	2,11	2,06	2,12	2,94	2,06
<b>10J. Swap Spreads</b>					
USA	31	19	21	70	38
EUR	36	42	67	41	79
<b>Euro Unternehmensanleihen Spreads</b>					
JPM Credit Industrials	296	310	358	163	342
<b>Emerging Markets-Anleihen Spreads</b>					
EMBI Lateinamerika	689	693	765	323	746
EMBI Asien	542	549	642	268	596
Euro EMBI Europa	425	366	343	86	348
<b>Währungen</b>					
USD/EUR	1,27	1,28	1,27	1,52	1,40
JPY/USD	98	90	96	104	91
GBP/EUR	0,89	0,89	0,83	0,76	0,97
CHF/EUR	1,48	1,49	1,54	1,58	1,48
<b>Währungen</b>					
Gold \$/Oz	952	922	813	971	862
Rohöl Brent \$/Barrel	44	44	49	101	37

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, eigene Berechnungen  
\* JE = Jahresende

Tabelle 4

## Entwicklung der Aktienmärkte

	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE*
Stand:	27.02.2009				
<b>Welt</b>					
MCSI World	571	-9,2%	-15,0%	-43,8%	-15,7%
<b>USA</b>					
S&P 500	735	-11,0%	-18,0%	-44,8%	-18,6%
Dow Jones	7063	-11,7%	-20,0%	-42,4%	-19,5%
Nasdaq	1378	-6,7%	-10,3%	-39,3%	-12,6%
<b>Europa</b>					
DJ Euro Stoxx TMI Large	165	-11,1%	-17,7%	-48,2%	-18,1%
DJ Euro Stoxx 50	2269	-11,7%	-18,7%	-46,9%	-19,3%
MCSI EMU	1976	-11,0%	-17,0%	-48,5%	-17,2%
DJ Stoxx 600	173	-9,6%	-16,2%	-45,8%	-12,8%
DJ Stoxx 50	1770	-10,7%	-18,0%	-44,5%	-15,0%
MCSI Europe	774	-9,4%	-14,5%	-43,1%	-15,1%
CAC40	2702	-9,1%	-17,2%	-43,6%	-16,0%
DAX30	3844	-11,4%	-17,7%	-43,0%	-20,1%
MIB30	16377	-12,9%	-21,1%	-51,9%	-18,4%
FTSE100	3830	-7,7%	-10,7%	-34,9%	-13,6%
SMI	4691	-11,3%	-19,4%	-37,7%	-15,2%
<b>Japan</b>					
Topix	757	-4,7%	-9,4%	-42,9%	-11,9%
<b>Asian ex Japan</b>					
MCSI AC Asia ex Jp	329	-3,3%	-1,1%	-47,0%	-6,1%

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, eigene Berechnungen  
\* JE = Jahresende

Tabelle 35

## Entwicklung der Aktiensektoren

	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE*
Stand:	27.02.2009				
<b>Grundstoffe</b>	119	-4,8%	-11,3%	-56,1%	-12,3%
<b>Energie</b>	131	-6,2%	-9,2%	-24,3%	-8,2%
Öl & Gas	134	-6,4%	-9,2%	-21,9%	-8,6%
<b>Industriegüter</b>	98	-8,1%	-10,8%	-46,6%	-14,5%
<b>Gebrauchsgüter</b>	52	-7,3%	-11,0%	40,7%	-13,2%
Automobile	49	-17,9%	-26,1%	-52,7%	-25,1%
Medien	49	-4,8%	-6,8%	-31,4%	-9,3%
Handel	69	4,0%	12,6%	-22,5%	5,3%
<b>Verbrauchsgüter</b>	105	-6,1%	-5,9%	-23,6%	-7,2%
Nahrungsmittel/Kosmetik Einzelhandel	68	-5,5%	2,6%	-24,5%	-4,5%
Nahrungsmittelproduktion	97	-6,1%	-12,7%	-24,3%	-9,3%
Haushaltswaren	217	-1,3%	5,6%	-12,0%	-0,6%
<b>Gesundheit</b>	75	-11,7%	-12,2%	-19,1%	-13,7%
Pharma	71	-12,7%	-13,3%	-17,8%	-15,0%
<b>Telekommunikation</b>	58	-1,1%	-6,9%	-27,6%	-9,5%
<b>Versorger</b>	103	-11,4%	-14,7%	-38,4%	-17,4%
<b>Finanzen</b>	35	-17,9%	-30,5%	-63,7%	-28,1%
Bank	38,5	-18,0%	-34,1%	-66,7%	-29,4%
Finanzdienstleister	30	-20,7%	-28,0%	-74,3%	-27,5%
Versicherungen	38,5	-20,3%	-27,7%	-53,4%	-30,6%
<b>Informationstechnologie</b>	24	-10,2%	-13,0%	-47,9%	-12,3%
IT-Services	9,8	-7,8%	-4,0%	-35,2%	-9,1%
Software	60,8	-8,0%	-4,5%	-19,2%	-0,1%
Kommunikations-ausrüstung	37,2	-11,7%	-16,6%	-56,2%	-16,6%
Computer und Peripheriegeräte	16,8	-11,3%	-36,7%	-64,8%	-38,9%
Halbleitersausrüstung	40,2	-10,1%	-20,5%	-52,4%	-15,5%

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, eigene Berechnungen  
\* JE = Jahresende

## Impressum

## Leiter Research:

Dr. Klaus Wiener (Tel.: +49 221/1636-340)

## Team:

dott. Fabrizio Barbini (Tel.: +39 040/671-386)  
dott. Marco Giovannini (Tel.: +39 040/671-549)  
Dr. Thomas Hempell (Tel.: +49 221/1636-341)  
dott. Michele Morganti (Tel.: +39 040/671-599)  
Vladimir Oleinikov, CFA (Tel.: +49 221/1636-317)

Dr. Thorsten Runde (Tel.: +49 221/1636-364)  
Frank Ruppel (Tel.: +49 221/1636-347)  
Dr. Christoph Siepmann (Tel.: +49 221/1636-342)  
Dr. Florian Späte, CIIA (Tel.: +49 221/1636-367)  
Dr. Martin Wolburg, CIIA (Tel.: +49 221/1636-346)  
Dietmar Wiggermann (Tel.: +49 221/1636-349)

**E-Mails Deutschland:**  
vorname.nachname@geninvest.de

**E-Mails Italien:**  
vorname.nachname@am.generalinvest.com

## Editor:

Elisabeth Weinberg (Tel.: +49 221/1636-354)

## Herausgeber:

Generali Investments Research Department  
Köln, Deutschland · Triest, Italien  
Gereonswall 68, D-50670 Köln

**Redaktionsschluss:**  
27. Februar 2009

## Quellen der Grafiken und Tabellen:

Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, eigene Berechnungen.

Generali Investments, Köln/Triest 2009 · Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind von Generali Investments sorgfältig recherchiert und überprüft worden.

Dennoch übernimmt Generali Investments keine Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungsäußerungen stammen aus Quellen, die GENERALI Investments als zuverlässig erachtet. Eine ausdrückliche oder stillschweigende Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Angaben können wir jedoch nicht übernehmen. In dieser Publikation enthaltene Meinungsäußerungen geben GENERALI Investments Auffassung zum Zeitpunkt der Drucklegung wieder und können sich ohne Ankündigung ändern. Derartige Meinungsäußerungen dienen weder der Bewertung einer bestimmten Strategie noch der Bewertung eines Investments in Finanzinstrumente. Dieses Dokument enthält kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten. Vervielfältigungen, ob vollumfänglich oder teilweise, sind nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung zulässig.

Generali Investments Deutschland  
Kapitalanlagegesellschaft mbH

Gereonswall 68  
D-50670 Köln  
Tel.: +49 221/1636-1636  
E-Mail: service@geninvest.de