

# Markttrends

## Zusammenfassung

### Überblick

- Nachdem sich die Finanzmärkte in den ersten Juniwochen stabilisieren konnten, ist die Nervosität inzwischen wieder zurückgekehrt. Die Renditespannen für Staatsanleihen aus den Randstaaten in der Europäischen Währungsunion (EWU) steigen weiter, während die Kurszuwächse an den Aktienmärkten wieder zunichte gemacht wurden.
- Hauptgrund für die jüngste Schwäche sind die anhaltenden Sorgen um den Zustand der Weltkonjunktur. Die Anlegerschaft befürchtet vor allem in Europa eine übermäßige Reduzierung der Staatsausgaben. Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass sich das Wachstumstempo verlangsamen wird, halten einen Rückfall in die Rezession jedoch für unwahrscheinlich.
- Aus politischen Gründen werden Kursschwankungen (Volatilität) an den Finanzmärkten auch in den Sommermonaten anhalten. Erschwerend kommt die beständige Ungewissheit im Hinblick auf die weitere Entwicklung der Weltkonjunktur hinzu. Wir empfehlen eine neutrale Position bei risikoreichen Werten.

### Aktien

- Vergangenen Monat hatten wir eine taktische Erholung an den Aktienmärkten erwartet. Tatsächlich legten die Märkte anfangs auch zu. Ende Juni setzte dann allerdings eine Kurskorrektur ein, die wiederum durch hartnäckige Sorgen über Wachstumsentwicklung und Verschuldung ausgelöst wurde.
- Angesichts der momentanen Unwägbarkeiten rechnen wir für Juli mit einer eher unbefriedigenden Renditeentwicklung. Kurzfristig könnten die Kurse weiter rutschen. Ist das der Fall, dürften die Aktienmärkte bald ein Nullwachstumsszenario für die Jahre 2010 und 2011 in den Kursen berücksichtigt haben.

### Strategie für Anleihen/Festverzinsliche Produkte

- Während die Renditen der Benchmark (Vergleichsmaßstab) im Euro-Raum seitwärts tendierten und die Renditen für US-Anleihen im Juni sogar fielen, hat das Renditegefälle bei Staatsanleihen aus Ländern der Europäischen Währungsunion (EWU) mittlerweile wieder die Höchststände von Anfang Mai erreicht. Die ungewissen konjunkturellen Aussichten und die Schuldenkrise fungierten weiterhin als die wichtigsten Impulsgeber der Anleihemärkte.
- Zwar ist das Abwärtspotenzial bei den Benchmark-Renditen in den kommenden Wochen begrenzt, aber es gibt auch keine An-



zeichen für eine echte Erholung der Renditen. Insbesondere die Refinanzierungssituation der Banken in den EWU-Randstaaten gibt auf absehbare Zeit Anlass zur Sorge.

- Unsere Vorsicht bei der Duration (Grad der Zinsreagibilität als gewichtete durchschnittliche Laufzeit einer Anleihe) erwies sich im Juni als richtig. Ab jetzt empfehlen wir eine maßvolle kurze Durationsposition sowie eine Übergewichtung von Anleihen mit mittlerer Laufzeit.
- Die Relative-Value-Trades (Paar-Handel) innerhalb der Euro-Peripherie, d. h., der Handel bei dem der Anleger von der überdurchschnittlichen Kursentwicklung eines Papiers gegenüber einem anderen Papier oder Markt profitiert, schnitten im Juni ebenfalls erfreulich ab. Kurzläufer aus den Ländern am Rand des Euro-Raums bieten aus unserer Sicht immer noch attraktive Chancen, da Zinsdifferenzen bei kurzfristiger Volatilität als Puffer fungieren.

### Währungen

- Im vergangenen Monat erwies sich der Euro zwar gegenüber dem US-Dollar als relativ stabil, verlor im Verhältnis zu anderen wichtigen Währungen allerdings erheblich an Boden. Der Abwärtstrend des Euro dürfte anhalten.
- Der allmähliche Übergang Chinas zu einem flexibleren Wechselkurssystem hat die Spannungen im Verhältnis zu den USA etwas gemindert. Dennoch erwarten wir in den kommenden Monaten eine nur allmähliche Aufwertung der chinesischen Währung Renminbi (CNY).



Tabelle 1

	BIP-Wachstum			Inflationsrate		
	2009e	2010f	2011f	2009e	2010f	2011f
USA	-2,4	2,9	1,8	-0,3	1,8	1,3
Euro-Raum	-4,1	1,1	1,0	0,3	1,5	1,2
Japan	-5,2	3,2	1,7	-1,3	-0,9	-0,4
UK	-4,9	1,2	1,8	2,2	2,9	3,0
Welt	-1,1	4,1	3,5	0,7	2,0	1,8

## Überblick

In den ersten drei Juniwochen erlebten die Finanzmärkte eine Stabilisierungsphase, während der die Aktienkurse zulegten, sich die Renditespannen in den Randlagen des Euro-Raums verengten und die Renditen sicherer Staatsanleihen kletterten.

### Finanzmärkte immer noch von starken Kurs-schwankungen geprägt

In den letzten Tagen des Berichtsmo-nats meldete sich indes die Nervosität zurück. Insgesamt schlossen Aktien in den USA und Europa den Monat im Wesentlichen unverändert ab, während die Staatsanleihen der Euro-Kernländer zulegten. Das ist zwar eine

deutliche Verbesserung gegenüber dem Mai, als die Aktienmärkte in den USA und Europa um knapp 10 Prozent sackten, aber die extrem hohe Volatilität (Ausmaß von Kursschwankungen; Schwankungsbreite) hält an.

Auch in den Sommermonaten dürften die Finanzmärkte weiter große Kursschwankungen aufweisen. Das liegt vor allem an der Ungewissheit im Hinblick auf die weitere Entwicklung der Weltkonjunktur, die sich nicht auf die Schnelle legen wird. Momentan fürchtet die Anlegerschaft, dass eine übermäßige Reduzierung der Staatsausgaben (fiskalpolitische Straffung) die zaghafte Erholung im Keim ersticken könnte. Wie wir in letzter Zeit bereits mehrfach betont haben, wird sich die Weltkonjunktur nach dem raschen Aufstieg aus der Talsohle im letzten Jahr wohl verlang-samen, ein Rückfall in die Rezession steht jedoch nicht bevor. In den USA ist vor den Zwischenwahlen im November 2010 nicht mit einer haushaltspolitischen Konsolidierung zu rechnen, und die Privateinkommen wachsen bereits wieder kräftig. In China

### Marktfokus wird sich erneut auf die Rahmendaten verlagern

will die Regierung ein Überhitzen der Wirtschaft verhindern, wird dabei aber wohl weiter einen maßvollen Kurs verfolgen. In den nächsten beiden Jahren wird die chinesische Volkswirtschaft voraussichtlich um etwa 10

Prozent jährlich wachsen. Im Euro-Raum wird infolge der strikten Sparmaßnahmen ein deutlicher Wachstumsrückgang in den Randstaaten unvermeidlich sein. Dieser Sparkurs ist seinerseits auf den Druck der Märkte zurückzuführen. Größere Länder wie Frankreich, Deutschland und Italien sind aber nach wie vor in einer Position, die fiskalische Straffung schrittweise – und damit weniger drastisch – umzusetzen. So hat Deutschland beispielsweise Einsparungen von rund 80 Milliarden Euro angekündigt, die allerdings über einen Zeitraum von vier Jahren erzielt werden

sollen. Infolgedessen wird das strukturelle Defizit nur um 0,5 Prozent sinken, d. h. nicht so stark, dass die Wirtschaft wieder in eine Rezession abrutschen könnte. Ähnlich lauteten auch die Botschaften beim Treffen der zwanzig führenden Wirtschaftsnationen (G 20) in Toronto Ende Juni. Die dort vereinbarten fiskalischen Maßnahmen lassen sich kaum als zu ehrgeizig bezeichnen. Unter anderem beschloss man eine Halbierung der öffentlichen Verschuldung bis 2013 sowie eine Stabilisierung der Schuldenquoten ab dem Jahr 2016 (2021 in Japan!). Vor allem aber soll der Welthandel, der im Jahr 2009 um 11,5 Prozent ab-gesackt war, in diesem Jahr wieder um rund 12 Prozent steigen. Solange der Handel nach wie vor kräftig wächst, ist eine weltwei-te Rezession nach unserem Dafürhalten unwahrscheinlich. In-folge der soliden internationalen Nachfrageentwicklung und des hohen Operational Leverage (Operativer Hebel; Hebelwirkung der Umsatzschwankungen auf den Unternehmenserfolg, die maßgeblich von der Höhe des Fixkostenanteils bestimmt wird) rechnen wir für das zweite Quartal erneut mit einer erfreulichen Berichtssaison. Unternehmen in den USA verfügen derzeit über so hohe liquide Mittel wie zuletzt Anfang der 1960er Jahre. Dies könnte sich sogar noch weiter verbessern.

Bei allem Optimismus, was die Entwicklung der Weltkonjunktur in den kommenden Monaten betrifft, werden die Märkte schwan-kungsintensiv bleiben, da es noch eine Weile dauern dürfte, bis sich die Wachstumsperspektiven klar abzeichnen. Zudem beste-hen erhebliche einzelwirtschaftliche Risiken: Der spanische Ban-kensektor steht immer noch unter dem Eindruck der geplatzten Immobilienblase; weitere Pleiten – gerade bei den kleineren Instituten, insbesondere bei den spanischen Sparkassen – sind daher nicht ausgeschlossen. Da griechische Staatsanleihen

### Keine Rezession trotz geschwäch-ter Wachstumsperspektiven

zudem im Juni erneut herabgesetzt wurden, fallen sie jetzt aus den Bench-mark-Indizes für Investment-Grade-Werte, also Werte, die nicht schlechter als BBB- eingestuft wurden, heraus.

Damit bleibt Indexfonds, die die

Wertpapiere des Vergleichsmaßstabs in der gleichen Gewich-tung nachbilden, nicht anderes übrig, als griechische Staatsan-leihen bis zum 1. Juli abzustoßen. Schätzungen zufolge sollen zwangsläufig griechische Staatsanleihen im Werte von 20 bis 30 Milliarden Euro den Markt überschwemmen. Da diese Papiere mittlerweile kaum noch von Privatanlegern gehalten werden, wird die Europäische Zentralbank (EZB) aller Wahrscheinlich-keit nach Feuerwehr spielen und die Werte aufkaufen müssen. Wenn auch die EZB zweifelsohne diese Funktion erfüllen wird, könnten die steigenden Aufkäufe von Staatsanleihen aus dem Euro-Raum von den Märkten als weiteres Zeichen für Spannun-gen gedeutet werden. Wir empfehlen daher bis auf weiteres eine neutrale Gewichtung risikoreicher Anlagen.

Tabelle 2

Anleihen	aktuell	1 Monat	12 Monate
10Y Treasuries (USA)	3,09	3,20	3,80
10Y Bunds (Germany)	2,60	2,65	3,20
10Y JGBs (Japan)	1,15	1,15	1,50
Corporate Bonds	aktuell	1 Monat	12 Monate
IBOXX Corporates Non Fin	84	80	80
Währungen	aktuell	1 Monat	12 Monate
USD/EUR	1,23	1,21	1,12
JPY/USD	89	91	97
GBP/EUR	0,82	0,81	0,82
Aktien	aktuell	1 Monat	12 Monate
S&P 500	1075	1075	1160
MSCI EMU	82,8	83,0	88,0

Aktuelle Werte = Durchschnittswerte der letzten drei Handelstage

#### Autoren:

**Überblick:** Dr. Klaus Wiener

**Tel.:** +49 221/4203-5340

**E-Mail:** klaus.wiener@geninvest.de

**Aktien:** dott. Michele Morganti  
Dietmar Wiggermann

**Tel.:** +39 040/671/599

+49 221/4203-5349

**E-Mail:** michele.morganti@am.general.com  
dietmar.wiggermann@geninvest.de

**Anleihen:** Dr. Florian Späte, CIIA

**Tel.:** +49 221/4203-5367

**E-Mail:** florian.spaete@geninvest.de

**Währungen:** Dr. Thomas Hempell, CFA

**Tel.:** +49 221/4203-5342/-5341

**E-Mail:** thomas.hempel@geninvest.de

#### Impressum

##### Leiter Research:

Dr. Klaus Wiener (Tel.: +49 221/4203-5340)

##### Team:

dott. Fabrizio Barbini (Tel.: +39 040/671-386)

dott. Marco Giovannini (Tel.: +39 040/671-549)

Dr. Thomas Hempell (Tel.: +49 221/4203-5341)

Thomas Jacob (Tel.: +49 221/4203-5318)

dott. Michele Morganti (Tel.: +39 040/671-599)

Vladimir Oleinikov, CFA (Tel.: +49 221/4203-5317)

Dr. Thorsten Runde (Tel.: +49 221/4203-5364)

Frank Ruppel (Tel.: +49 221/4203-5347)

Dr. Christoph Siepmann (Tel.: +49 221/4203-5342)

Dr. Florian Späte, CIIA (Tel.: +49 221/4203-5367)

Dr. Martin Wolburg, CIIA (Tel.: +49 221/4203-5346)

Dietmar Wiggermann (Tel.: +49 221/4203-5349)

##### E-Mails Deutschland:

vorname.nachname@geninvest.de

##### E-Mails Italien:

vorname.nachname@am.general.com

##### Editor:

Elisabeth Weinberg (Tel.: +49 221/4203-5354)

##### Herausgeber:

Generali Investments Research Department

Köln, Deutschland • Triest, Italien

Unter Sachsenhausen, D-50667 Köln

##### Redaktionsschluss:

30. Juni 2010

##### Quellen der Grafiken und Tabellen:

Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, eigene Berechnungen.

Generali Investments, Köln/Triest 2010 • Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind von Generali Investments sorgfältig recherchiert und überprüft worden.

Dennoch übernimmt Generali Investments keinerlei 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 volumfänglich oder teilweise, sind nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung zulässig.

#### Generali Investments Deutschland Kapitalanlagegesellschaft mbH

Unter Sachsenhausen 27

D-50667 Köln

Tel.: +49 221/4203-5555

E-Mail: service@geninvest.de