



Markteinschätzung

3. Quartal 2010

# 1. MARKTEINSCHÄTZUNG – ZUSAMMENFASSUNG

Die Daten aus den Schwellenländern und den USA deuten, der Eurokrise zum Trotz, auf eine stetige Erholung der Weltwirtschaft hin. In unserem Basisszenario erwarten wir, dass der Eurorettungsschirm Stand hält. Hinsichtlich der regionalen Wachstumsaussichten sind aber deutliche Unterschiede gegeben. Vor allem die Euro-Peripherieländer leiden unter den radikalen Sparprogrammen, während Deutschland als Exportweltmeister und Musterschüler von der Euroschwäche profitiert. Die Konsolidierung der Staatshaushalte in den Industrieländern dämpft jedoch die globalen Wachstumsaussichten. Gleichzeitig hält dies aber Inflationsrisiken hintan. Unter diesen Umständen kann sowohl die Fed als auch die EZB ein niedriges Niveau der Leitzinsen für noch längere Zeit rechtfertigen. Auch die Bank of Japan wird die Leitzinsen noch lange bei 0,1 % belassen, um die Wirtschaft mit ausreichend Liquidität zu versorgen. In den wachstumsstarken Ländern in Asien sowie in Brasilien, Australien und Kanada wurden hingegen schon erste geldpolitische Maßnahmen in die Wege geleitet. Die Ära strukturell niedriger Renditen an den Anleihemärkten ist somit noch nicht vorbei. Gerüchte über die Kreditwürdigkeit einzelner Staaten bzw. Banken können die Volatilität schnell steigen lassen. Wir erwarten, dass die Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen gegen Quartalsende die 2,5 %-Marke durchbricht. Gegen Jahresende sollten die Renditen wieder Richtung 3 % steigen. Die Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen empfinden wir selektiv als interessant. Sollte sich die Konjunkturerholung fortsetzen, bieten Emerging-Markets-Anleihen

ausgezeichnete Renditechancen. Hier favorisieren wir Anleihen aus Russland, Polen und Brasilien. Aufgrund der aktuell positiv eingeschätzten Rahmenbedingungen werden Aktien als historisch attraktiv eingestuft, weshalb in gemischten Mandaten der Aktieninvestitionsgrad bei 50 % liegt. Die prognostizierten Unternehmensgewinne für 2010 und 2011 steigen rasant und die meisten Unternehmen haben in der Krise ihre Hausaufgaben gemacht. Wir sehen daher bis Jahresende gute Chancen für Aktien. Rückschläge können als Kaufgelegenheit genutzt werden. Der regionale Fokus verschiebt sich derzeit wieder verstärkt auf Europa – das Exportland Deutschland steht im Blickpunkt. Die Emerging Markets bleiben attraktiv, Japan wird zurückgenommen und die USA neutral gewichtet. Auf der sektoralen Ebene empfehlen sich exportorientierte Branchen, die von der Euroschwäche und vom stärkeren Wachstum der Emerging Markets profitieren. Namentlich sind dies Industriegüter sowie zyklische und defensive Konsumgüter. Aktuell bieten sich aufgrund der erwarteten volatilen Entwicklung Wandelanleihen an. Prinzipiell ist bei Alternativen auf breite Diversifikation zu achten. Wir favorisieren Dachhedgefonds mit flexiblen Strategien, die schnell auf realwirtschaftliche Entwicklungen reagieren. Im Rohstoffbereich bevorzugen wir aktiv gemanagte Absolut-Return-Commodity-Strategien. Bei Immobilienaktien präferieren wir derzeit ein globales Portfolio und sehen die Erfolgsaussichten des Sektors durchaus positiv. Flexibel agierende Total-Return-Alpha-Strategien sind ebenfalls ein wichtiger Baustein für ein stabiles Gesamtportfolio.

## ASSET ALLOCATION FÜR DAS 3. QUARTAL 2010

### ASSET ALLOCATION

- Portfolioausrichtung bleibt neutral, Aktien weiter als chancenreich eingestuft
- Kassahaltung angesichts anhaltend niedriger Geldmarktzinsen nach wie vor unattraktiv
- in Erwartung volatil bleibender Märkte ist eine flexible Ausrichtung weiterhin wichtig

### AKTIEN

- attraktive Bewertungen und positive Gewinnrevisionen sprechen für Aktien
- regional stehen Emerging Markets und Europa wieder vermehrt im Vordergrund, USA neutral
- auf Sektorebene Industriegüter und zyklische sowie defensive Konsumgüter favorisiert

### ANLEIHEN

- anhaltend niedrige Leitzinsen in den USA, Europa und Japan
- strukturelles Niedrigzinsumfeld bleibt somit vorerst bestehen
- Unternehmensanleihen selektiv interessant, mehr Potenzial bei Emerging-Markets-Anleihen

### WÄHRUNGEN

- Euroschwäche dürfte uns durch den Sommer begleiten, danach wieder Erholung erwartet

## 2. VORSCHAU VOLKSWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

### TROTZ EUROKRISE GLOBALE WIRTSCHAFTSERHOLUNG INTAKT

#### Stetige Erholung der US-Wirtschaft

Die US-Ökonomie zieht sich Schritt für Schritt aus den Fängen der Wirtschaftskrise. Die Dynamik der Industrieproduktion deutet ebenso wie die Unternehmensinvestitionen auf eine Fortsetzung des Trends hin und der Konsum ist überraschend kräftig. Insgesamt bleibt jedoch das Wachstumstempo im Vergleich zu vergangenen Aufschwungphasen bescheiden. Vor allem der Arbeits- und Immobilienmarkt stabilisieren sich nur allmählich. Kopfschmerzen bereiten Regierungen und Notenbanken auch die durch die Krisenbekämpfung erheblich gestiegene Staatsverschuldung. Wenngleich Euroland derzeit im Fokus steht, unterscheidet sich die allgemeine Verschuldungssituation der USA wenig. Das hohe Defizit lässt daher wenig Spielraum für weitere Ankurbelungsmaßnahmen. Auch die USA verspürt Druck, die Haushaltskonsolidierung in Angriff zu nehmen und die strukturellen Ungleichgewichte abzubauen. Insgesamt sollte dies ein etwas geringeres Wachstum zur Folge haben, ein markanter Einbruch wird nicht erwartet. Einzelne Daten lassen bereits eine Abschwächung der Dynamik im 2. Halbjahr 2010 erkennen. Die Wachstumsprognosen für 2010 und 2011 liegen im Bereich von moderaten 3 %.

#### US-Notenbank wartet ab

In diesem Umfeld sprechen konjunkturpolitische Gründe gegen eine Zinsanhebung. Prognosen sehen nun im 1. Halbjahr 2011 den ersten Zinsschritt der Fed. Die Inflation dürfte noch einige Zeit gedämpft bleiben, die Break-Even-Inflationsraten liegen um 2 % und die Kernrate ist im April unter 1 % gefallen. Der Lohndruck ist angesichts der nur schleppenden Erholung am Arbeitsmarkt schwach. Unter diesen Umständen kann die Fed ein niedriges Niveau der Leitzinsen für noch längere Zeit rechtfertigen. Vor dem Hintergrund der immer noch risikobehafteten

Stabilisierung der internationalen Finanzmärkte ist die Niedrigzinspolitik ebenfalls hilfreich.

#### Euroraum muss Staatshaushalt konsolidieren

Die Staatsschuldenkrise brachte im 2. Quartal den gesamten Euroraum unter massiven Druck. Da am Höhepunkt der Krise die Schuldendienstfähigkeit sämtlicher Peripheriestaaten des Euroraums (Portugal, Irland, Griechenland und Spanien) pauschal in Frage gestellt wurde, war zur kurzfristigen Beruhigung ein Rettungspaket im Ausmaß von 750 Mrd. EUR notwendig. Als Reaktion auf die Krise wurden quer durch den Euroraum Sparprogramme verlautbart. In den Peripheriestaaten fallen diese besonders hart aus, was einerseits das Euroraum-Wachstum um etwa 0,5 Prozentpunkte dämpfen und andererseits 2010 in diesen Ländern zu einer BIP-Schrumpfung führen dürfte.

#### Euroschwäche hilft Exportindustrie

Die Krise hat aber für das Wirtschaftswachstum im Euroraum nicht nur negative Seiten, da einerseits die resultierende Euroabwertung die Wettbewerbsfähigkeit und damit die Exportchancen der europäischen Exporteure verbessert und andererseits die Leitzinsen weiterhin niedrig bleiben. Der erste Effekt sollte im Umfeld einer soliden Erholung der Weltwirtschaft die negativen Wachstumsimpulse der restriktiven Fiskalpolitik in Europa beinahe egalisieren. Davon profitiert besonders der Exportweltmeister Deutschland, der es gewohnt ist mit schwacher Binnennachfrage umzugehen und dessen Wachstumsprognosen im Laufe der Krise kontinuierlich angehoben wurden (Consensus-Prognose BIP 2010: +1,8 %). Der Inflationsdruck dürfte in den nächsten Monaten im gesamten Euroraum hauptsächlich von Steuererhöhungen stammen und mangels Binnennachfrage sehr verhalten ausfallen. Insofern dürfte sich an der sehr expansiven

### VORSCHAU VOLKSWIRTSCHAFT

Land	Wachstum (BIP)			Inflation		
	2009	2010e	2011e	2009	2010e	2011e
Österreich	-3,6%	1,2%	1,4%	0,6%	1,4%	1,7%
Euroland	-4,0%	1,1%	1,6%	0,8%	1,6%	1,6%
USA	-2,4%	3,3%	3,1%	-0,3%	1,7%	1,7%
Japan	-5,3%	3,2%	1,7%	-1,4%	-1,0%	-0,2%

Quelle: Consensus-Prognosen, Stand: 14. Juni 2010

Geldpolitik der EZB vor dem 2. Halbjahr 2011 nichts ändern.

### Schwellenländer mit stabilem Wachstum, Unsicherheit geht von Industriestaaten aus

In China scheint der Versuch, den spekulativ überhitzten Immobilienmarkt kontrolliert abzukühlen, bisher zu gelingen. Die Verschärfung der Kreditvergabevorschriften und die Anhebung der Mindestreserverequisiten zeigten bereits Wirkung. Ausgehend von einem BIP-Wachstum von 11,9 % für das 1. Quartal 2010, deuten die chinesischen Einkaufsmanagerindizes bereits eine leichte Wachstumsverlangsamung an. Am 19. Juni hat die chinesische Zentralbank mehr Flexibilität beim Yuan-Wechselkurs angekündigt, gleichzeitig aber große Veränderungen ausgeschlossen. Sollte diese Ankündigung mehr als eine Beruhigungstaktik für das bevorstehende G-20-Treffen sein, könnte die resultierende steigende chinesische Importnachfrage die Weltwirtschaft unterstützen - allerdings ist speziell nach der diesjährigen Aufwertung des Yuan gegenüber dem Euro von mehr als 15 % mit Zurückhaltung bei der Aufwertung gegenüber dem US-Dollar zu rechnen. Die angekündigte Währungsflexibilität gemeinsam mit der europäischen Staatsschuldenkrise deutet jedenfalls trotz eines leichten Inflationsdrucks auf eine Verzögerung der Leitzinsanhebung in China hin. Die brasilianische Zentralbank versucht dagegen bereits erste inflationäre Tendenzen - im mit guter Binnennachfrage gesegneten Land - zu ersticken und hat deshalb im 2. Quartal die Leitzinsen um 1,5 % auf 10,25 % angehoben. Mit Ausnahme von Brasilien und China bleibt der Inflationsdruck in den meisten Schwellenländern aber noch immer gering. Trotz eines deutlich geringeren Einbruchs des Bruttoinlandsprodukts in der Krise, wachsen Lateinamerika und Asien auch in der Erholung stärker als unsere osteuropäischen Nachbarn. Im nächsten Quartal wird sich an diesem Bild vermutlich wenig ändern, da

Osteuropa den stärksten Rückgang beim Kreditwachstum aufweist und sicher auch deutlicher unter den westeuropäischen Sparmaßnahmen leiden wird als die anderen beiden Regionen.

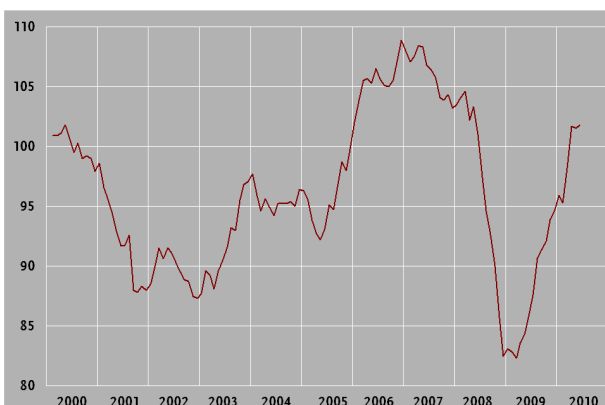
### Japan: neuer Besen für alte Probleme

In Japan wurde der bisherige Finanzminister Naoto Kan zum neuen Premier gewählt. Wenngleich Kan als entscheidungsfreudiger gilt, werden von ihm keine wesentlichen politischen Änderungen erwartet. Die Bekämpfung des Preisverfalls bleibt eine vordringliche Aufgabe und - wenig verwunderlich - auch Kan will den Schuldenabbau vorantreiben und mittels einer Steuerreform das horrende Staatsdefizit reduzieren. Japans Schulden sind etwa doppelt so hoch wie die Wirtschaftsleistung. Damit gehört Japan zu den am stärksten verschuldeten Industriestaaten.

### Exporte auf Hochtouren

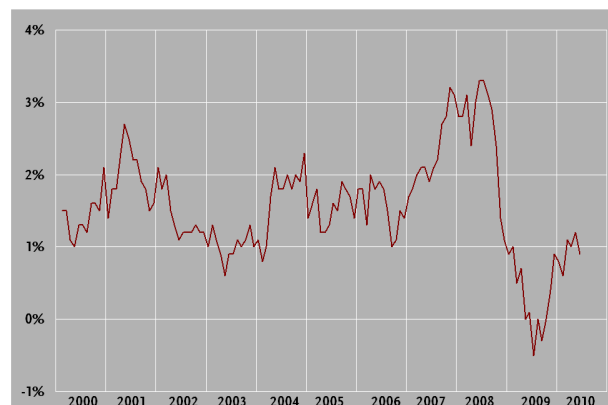
Japan verzeichnete im 1. Quartal ein recht kräftiges Wachstum, das insbesondere den Exporten zu verdanken war. Der Exportmotor läuft auf vollen Touren und auch die Unternehmensinvestitionen zeigen eine Stabilisierung. Das Tempo dürfte sich allerdings in den nächsten Monaten verlangsamen, zumal die öffentlichen Investitionen zurückgefahren werden. Die moderate Beschäftigungs- und Einkommensentwicklung lässt zudem keine großen Sprünge beim privaten Konsum erwarten. Zudem dämpft die Yen-Aufwertung die Wettbewerbsfähigkeit der Exportunternehmen. Andererseits hält die robuste wirtschaftliche Entwicklung in Asien als wichtiger positiver Faktor für Japans Industrie an. Der deflationäre Druck lässt aber nur allmählich nach. In diesem Umfeld wird daher die Bank of Japan die Leitzinsen bei 0,1 % unverändert belassen und die Wirtschaft weiterhin mit ausreichend Liquidität versorgen.

## IFO-INDEX DEUTSCHLAND



Quelle: Bloomberg

## VERBRAUCHERPREISINDEX DEUTSCHLAND



Quelle: Bloomberg

# 3. MARKTEINSCHÄTZUNG FÜR DAS 3. QUARTAL 2010

## STRUKTURELLES NIEDRIGZINSUMFELD DAUERT AN

### Konsens und Semper Constantia Privatbank – Rentenmärkte 3. Quartal 2010

Land	30.06.2010	Konsens*	Semper Constantia
Euroland	2,58%	3,00%	2,50%
USA	2,94%	3,60%	3,00%
Japan	1,09%	1,40%	1,10%

\* Quelle: Consensus Prognosen / 10-jährige Laufzeiten, Stand: 14. Juni 2010

#### Flucht in Qualität

Aufgrund der fortdauernden europäischen Staatsschuldenkrise wurden im 2. Quartal 2010 weiterhin vor allem Anleihen höchster Qualität gesucht. Die Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen fiel zwischenzeitlich bis auf 2,5 %. Die Risikoaufschläge der Staatsanleihen von südlich gelegenen Mitgliedsstaaten der Eurozone verhielten sich sehr volatil. Die Ungewissheit über die Bonität Griechenlands, Spaniens und Portugals belastete das Vertrauen der Investoren. Hilfsmaßnahmen seitens der EU und des IWF sowie die angekündigten Sparmaßnahmen der einzelnen Staaten in Kombination mit gezielten Staatsanleihenkäufen der EZB konnten die Situation vorerst beruhigen und die Risikoaufschläge stabilisieren.

#### Kreditwürdigkeit im Blickpunkt

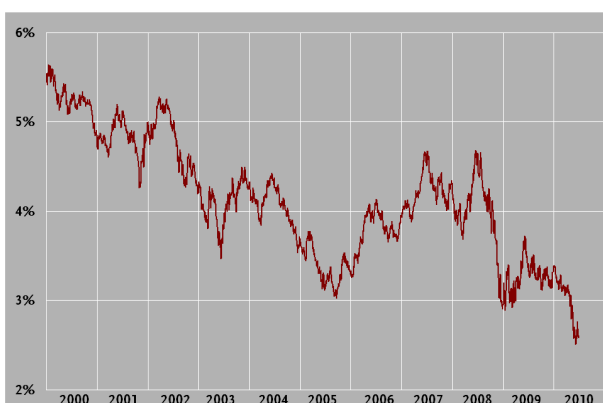
Das 3. Quartal 2010 könnte ebenfalls stark vom Thema Staatsverschuldung geprägt sein. Neuerlich aufkeimende Gerüchte über die Kreditwürdigkeit einzelner Staaten bzw. Banken würden die Volatilität des Anleihenmarkts wieder steigen lassen. Wir gehen davon aus, dass die Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen im 3. Quartal zwischen 2,5 % und 2,8 % pendeln und

gegen Quartalsende die 2,5 %-Marke nach unten durchbrechen wird. Gegen Jahresende sollte die Rendite dann allerdings wieder Richtung 3 % steigen. Inflationsdruck ist im aktuellen Umfeld keiner auszumachen. Daran sollte sich aus unserer Sicht auch für den Rest des Jahres wenig ändern.

#### Niedrigzinsumfeld bis 2011

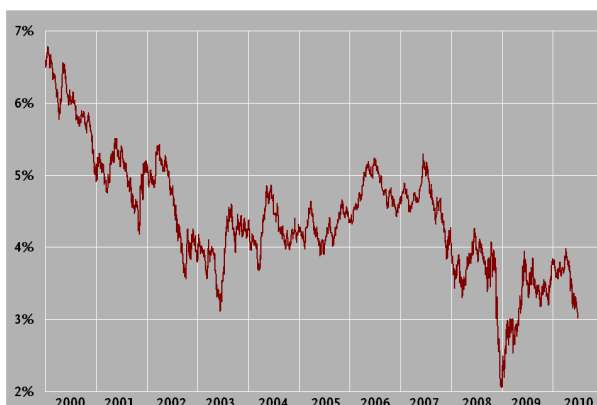
Die drei großen Notenbanken - EZB, Fed und Bank of Japan - werden nach den Ereignissen des 2. Quartals noch länger bei ihrer Niedrigzinspolitik bleiben. Eine Veränderung der Liquidität wird vielmehr über quantitative Maßnahmen gesteuert: In den USA sind im 1. Halbjahr 2010 einzelne der unkonventionellen Maßnahmen zur Lockerung der Geldpolitik ausgelaufen ohne dabei gravierende Auswirkungen auf das Marktgeschehen hervorzurufen. Ende Juni läuft der letzte 1-Jahres-Tender der EZB aus, wobei dies keine großartigen Veränderungen hervorrufen sollte, da Tender mit kürzeren Laufzeiten weiterhin zu 1 % in vollem Umfang zugeteilt werden. Zur Stützung der angeschlagenen Volkswirtschaft Griechenlands hat die EZB im abgelaufenen Quartal begonnen erstmalig Wertpapierankäufe zu tätigen. In Japan ist aktuell kein Ende der quantitativen Lockerung abzusehen.

### 10-JÄHRIGE DEUTSCHE STAATSANLEIHEN



Quelle: Bloomberg

### 10-JÄHRIGE US-STAATSANLEIHEN



Quelle: Bloomberg

## Die aktuelle Euroschwäche in Perspektive gesetzt

Der Kursverlust des Euro gegenüber dem US-Dollar erreichte in den letzten drei Quartalen ein Ausmaß von 20 %. Eine solche Bewegung gab es zuletzt in den Monaten rund um den Konkurs von Lehman Brothers, allerdings trat sie diesmal im Kontext einer europäischen Staatsschuldenkrise auf. Gemeinsam mit auftauchenden Begriffen wie Hyperinflation führte dies zu erheblichen Sorgen. Ausgangspunkt der aktuellen Verunsicherung war Griechenland, welches aufzeigte, dass ein Mitglied der Eurozone nicht vor einer Zahlungsunfähigkeit gefeit ist. Der Druck auf den Euro intensivierte sich noch, als sich der Fokus der Märkte auf die strukturellen Schwächen der europäischen Währungsunion verlagerte und als Folge alle übrigen Peripherieländer der Eurozone unter Beschuss gerieten. Seit ihrer Erschaffung mangelt es der europäischen Währungsunion einerseits an einer proaktiven fiskalpolitischen Koordination, die deutlich über den Stabilitäts- und Wachstumspakt hinausgeht, andererseits an finanzieller Solidarität, die dem bisher sehr nationalstaatlich orientierten Europa fremd zu sein schien. Diese Schwachpunkte nahmen die Marktteilnehmer gnadenlos ins Visier, weshalb es ein 750 Mrd. EUR umfassendes Rettungspaket und Staatsanleihenkäufe der EZB erforderte, um die Lage zu beruhigen. Dieses Paket verschafft kurzfristig Zeit, mittelfristig sind aber tief greifende institutionelle Reformen erforderlich. Die Abkehr der EZB von ihrer Politik, keine Staatsanleihen der Euromitgliedsländer zu kaufen, schürte Inflationsängste. Allerdings sind die bisherigen Wertpapierdirektkäufe der EZB im Vergleich zu den Volumina in den USA und in Großbritannien, wo die Käufe bereits 10 % des BIP übersteigen, vernachlässigbar. Die negativen Wachstumsaussichten als Folge der Sparpakete und die in weite Ferne rückenden Zinsanhebungen der EZB trugen ihr Übriges dazu bei, Euro-Short-Positionen auf ein Rekordniveau zu treiben. Solange das politische Risiko im Reformprozess hoch bleibt, wird sich daran wenig ändern. Danach sollte die Auflösung dieser Positionen allerdings zu einer Erholung des Euro führen. Die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar hat den Wechselkurs in etwa zurück auf den gemäß Kaufkraftparität fundamental gerechtfertigten Wert geführt, was die Exporte unterstützen und damit die aktuell minimal negative Leistungsbilanz in die Überschussregion bringen sollte.

### Notenbankaussagen beobachten

Die Kommunikationspolitik der Notenbanken stellt eine sehr große Herausforderung dar, da es Aufregung an den Aktien- und Rentenmärkten zu vermeiden gilt. Anders sieht es hingegen bereits jetzt in den dynamischeren Emerging Markets aus, wo schon vereinzelt erste Zinsstraffungen (z. B. in Brasilien) stattgefunden haben.

### Unternehmensanleihen selektiv attraktiv

Im abgelaufenen Quartal stiegen die Risikoprämien für Corporate Bonds getrieben durch die fallenden Renditen von Staatsanleihen an. Die aktuellen Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen empfinden wir selektiv als attraktiv. Bei soliden Emittenten sehen wir in Anleihen mit

kurzen bis mittleren Laufzeiten eine interessante Alternative gegenüber den mittlerweile sehr niedrig verzinsten Staatsanleihen, deren Bonität ja teilweise Zweifel aufwirft.

### Emerging Markets mit guten Chancen

Von der zunehmenden Risikoaversion blieben auch die Anleihen der Emerging Markets nicht verschont. Deren Risikoaufschläge sind im 2. Quartal ebenfalls angestiegen. Sollte sich gemäß unserem Basisszenario die Konjunkturerholung in den USA fortsetzen, bieten Emerging-Markets-Anleihen unserer Einschätzung nach ausgezeichnete Renditechancen. Wir favorisieren vor allem Anleihen aus Russland, Polen und Brasilien.

## EUROSCHWÄCHE BLEIBT NOCH ÜBER DEN SOMMER BESTEHEN

### Konsens und Semper Constantia Privatbank – Währungen 3. Quartal 2010 vs. Euro

	30.06.2010	Konsens*	Semper Constantia
EUR/USD	1,2238	1,2000	1,2500
EUR/GBP	0,8188	0,8392	0,8300
EUR/JPY	108,22	112,62	113,00
EUR/CHF	1,3184	1,3790	1,3600

\* Quelle: Consensus Prognosen, Stand: 14. Juni 2010

### Euro auf dem Weg zur Stabilität

Der Euro hat bewegte Monate hinter sich, wie der Kursverfall von über 1,36 auf unter

1,20 EUR/USD eindeutig belegt. Die Gründe hierfür sind bekannt und lassen sich mit dem Schlagwort „EU-Staatsschuldenkrise“

## Hedgefonds: Absicherung in schwierigen Zeiten

Hedgefonds haben sich 2010 bislang ganz gut geschlagen. So lag der breite Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index (USD) per Ende Mai bei +1,48 %. Vergleicht man dies mit der Wertentwicklung des MSCI-Weltaktienindex, der im selben Zeitraum 7,6 % verloren hat, so zeigt sich, dass die alternativen Veranlagungsstrategien ihr Versprechen, unabhängig von der Entwicklung traditioneller Anlageklassen wie Aktien, Anleihen und Rohstoffe längerfristig stabile positive Renditen zu erzielen, heuer eingehalten haben. Long/Short-Equity-Manager trachten danach, in unterbewerteten Aktien auf steigende Kurse und in überbewerteten Vermögenswerten auf sinkende Kurse zu setzen. Auf diese Weise reduzieren Hedgefonds das Risiko ihrer Gesamtposition. Aber auch andere Hedgefonds-Strategien erwiesen sich heuer als erfolgreich. Ausgezahlt haben sich in den vergangenen Monaten insbesondere Wetten auf Kursrückgänge im Euro oder im britischen Pfund, wovon CTA und Global-Macro-Fonds profitierten. Aber auch Event-Driven-Manager konnten bis April deutlich positiv beitragen. Im Mai litten so gut wie alle Hedgefonds-Strategien unter der durch die Staatsschuldenkrise in Europa hervorgerufenen Risikoaversion. Doch auch wenn der Mai mit einem negativen Vorzeichen für die meisten Dachhedgefonds endete, schnitten sie im Vergleich zu Aktienindizes wie S&P 500 oder MSCI World relativ gut ab. So kamen in dieser Korrektur positive Beiträge von Short-Biased-Managern, die auf fallende Aktienkurse setzten, zum Tragen. Die anhaltende makroökonomische Unsicherheit lässt uns weiterhin breit gestreute Dachhedgefonds favorisieren. Flexible und liquide Strategien, die schnell auf realwirtschaftliche Entwicklungen reagieren und im Bereich der Aktien ganz gezielt einzelne Titel auswählen, sollten für die kommenden Monate großes Potenzial bieten. Auch Emerging Markets könnten aufgrund der höheren Wachstumsdynamik Chancen liefern. Diesem Umstand tragen auch institutionelle Investoren Rechnung. Nach aktuellen Studien dürfte Ende dieses Jahres das von Hedgefonds verwaltete Volumen bei rund zwei Billionen Dollar liegen – ein Zuwachs von 25 % im Jahresvergleich.

zusammenfassen. Überraschend sind somit die Kursbewegungen nicht und wir sehen darin aktuell auch keinen großen Grund zur Sorge. Mittlerweile haben sich die Kurse stabilisiert, die Bandbreite für die nächsten Monate wird aus unserer Sicht zwischen 1,30 und 1,15 liegen.

### Yuan sorgt für Aufsehen

Für Aufsehen hat Mitte Juni die Ankündigung der chinesischen Notenbank gesorgt, den Yuan gegen den USD aufwerten zu lassen. Allerdings mehren sich nach genauerer Betrachtung des Statements nun schon wieder kritische Stimmen, denn die Möglichkeit, die USD-Bindung des Yuan durch eine Bindung an einen Währungskorb zu ersetzen, wurde nicht ausgeschlossen. Diese würde dann sowohl Auf- als auch Abwertungen gegen den

### EURO VS. US-DOLLAR



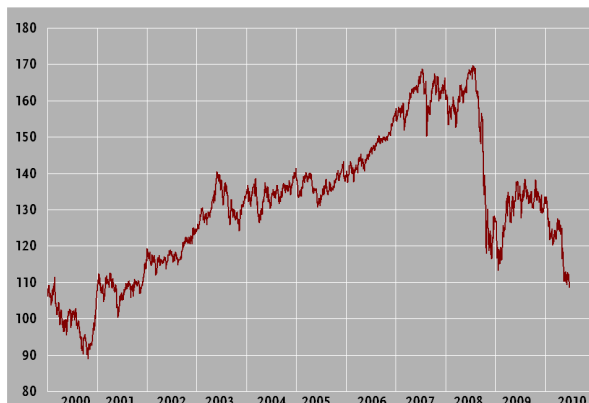
Quelle: Bloomberg

USD zulassen, was das US-Handelsbilanzdefizit mit China weiter erhöhen könnte.

### Franken steigt mit Euroschwäche

Auch der CHF kann sich der EUR-Schwäche nicht entziehen. Die SNB hat vorerst die Versuche gegen die CHF-Stärke anzukämpfen aufgegeben, wie die folgenden Statements verdeutlichen: „Die Schweizerische Nationalbank (SNB) wird auf weitere Eurozukäufe verzichten“, so Nationalbank-Vizepräsident Thomas Jordan „Die Deflationsgefahr ist weitgehend gebannt, was heißt, dass wir momentan keine Interventionen machen müssen“. Die SNB hat in den vergangenen Monaten mit Eurozukäufen den Wechselkurs des Franken künstlich schwach gehalten. Sollte sich das Risiko einer Deflation

### EURO VS. YEN



Quelle: Bloomberg

## Rohstoffe: Von der Realität eingeholt

An den Rohstoffmärkten, wo die Preisausschläge in der Regel kräftiger sind als in anderen Märkten, waren die letzten Wochen von extremer Volatilität geprägt. Die Rohstoffpreise korrigierten im Mai auf breiter Front nach unten. Unter der Risikoaversion der Anleger hatten insbesondere zyklische Rohstoffe wie Rohöl und Industriemetalle zu leiden. Auf den ersten Blick lässt sich kaum eine fundamentale Begründung für die starke Korrektur ausmachen. Die Konjunkturdaten sind gemessen an den Szenarien, die an den Börsen gehandelt werden, noch relativ robust. Als Grund für die Korrektur wurde die Schuldenkrise in Südeuropa und der schwindende Konjunkturoptimismus genannt. Die angekündigte Flexibilität der chinesischen Währung hat den Rohstoffmärkten hingegen wieder geholfen. Nur bei Gold scheint kein Stimmungswechsel in Sicht und das gelbe Edelmetall notiert in unmittelbarer Nähe zu seinen Rekordhöchstständen. Viele Anleger suchen vermehrt Sicherheit und haben in Gold als Versicherung gegen die Finanzkrise und Inflation investiert. Bezüglich der weiteren Entwicklung des Goldpreises könnten die Erwartungen aber nicht unterschiedlicher sein. Während einige Analysten einen weiteren Anstieg des Goldpreises auf 2000 USD pro Unze erwarten, prognostizieren andere einen Preisrückgang auf unter 1000 USD pro Unze und betonen die Gefahr einer Überhitzung am Goldmarkt. Aufgrund der gestiegenen Risikoaversion führte die Finanzkrise zu einem Nachfrageboom nach Gold und auch die Zahl der Spekulanten nahm deutlich zu. Die fundamentalen Daten am Goldmarkt überzeugen uns hingegen nicht. Das Edelmetall scheint als Rohstoff aus dem Blickwinkel der Grenzkosten überbewertet. Bleibt das konjunkturelle Umfeld intakt, sollte die Nachfrage nach Gold schwinden.

Auch wenn sich viele Rohstoffe mittlerweile von ihrem Ausverkauf wieder teilweise erholen konnten, erwarten wir in den kommenden Monaten weiterhin hohe Volatilitäten im Bereich der Rohstoffmärkte, weswegen wir unverändert auf aktiv gemanagte Absolut-Return-Commodity Strategien setzen.

wieder einstellen, wird sie diese wohl auch wiederholen. Laut Jordan würden bei einer erneuten Deflationsgefahr nämlich wieder „sämtliche Maßnahmen ausgenutzt, die der SNB zur Verfügung stehen“. Vorerst können folglich weitere Zugewinne des Franken gegenüber dem Euro nicht ausgeschlossen werden. Mittelfristig sollte sich der Wechselkurs allerdings innerhalb einer Bandbreite von 1,30 bis 1,35 stabilisieren.

### Yen stabil erwartet

Auch wenn der JPY von vielen Marktteilnehmern als deutlich überbewertet angesehen wird, ändert

dies wenig an den Kursrelationen. Seit Jahresanfang pendelt der JPY zum USD in einer Bandbreite von 88,00 zu 95,00 USD/JPY. Der Ausbruch aus dem seit zwei Jahren bestehenden Abwärtstrend Ende März fand technisch keine Bestätigung und brachte somit auch keine Trendumkehr. Mit der Ankündigung der Peoplesbank of China und der derzeitigen EUR-Schwäche wird sich daran auch in den kommenden Monaten wenig ändern. Der JPY wird stabil bleiben. Erst wenn sich der Markt auf andere Dinge fokussiert, könnte der JPY wieder etwas an Wert verlieren.

## FUNDAMENTALE FAKTOREN SPRECHEN FÜR AKTIEN

### Konsens und Semper Constantia Privatbank – Aktienmärkte 3. Quartal 2010

Land		30.06.2010	Konsens*	Semper Constantia
Österreich	ATX	2279	2.600	2515
Europa	DJ EURO STOXX 50	2573	2.850	2700
USA	S&P 500	1031	1.115	1050
Japan	Nikkei 225	9383	11.050	10.000

\* Quelle: Reuters Konsens Prognosen, Raiffeisen Centrobank Stand: 24. Juni 2010

### Ängste dominieren Aktienmarkt

Das bisherige Börsenjahr weist Parallelen zum Nachrezessionsjahr 2004 auf. Damals waren es vor allem die ersten Zinsschritte der US-Notenbank, die Sorgen vor einem erneuten Abgleiten in die Rezession auslösten. Die internationalen Aktienmärkte reagierten extrem verunsichert und verzeichneten im August 2004 ein Jahrestief. Als

jedoch die Befürchtungen eines erneuten Konjunkturrückschlags abnahmen, starteten die Börsen eine fulminante Jahresendrallye mit einem Plus von rund 20 % gegenüber August. Parallel zu 2004 nehmen derzeit Ängste und Diskussionen über eine erneute Konjunkturflaute zu. Allerdings ist diesmal nicht eine US-Leitzinserhöhung der Auslöser, sondern verunsicherte Investoren, die

## Immobilienaktien: Es bleibt spannend

Betrachtet man die letzten 20 Jahre im Reit-Bereich, gibt es wohl kaum ein Jahr, wo so gegensätzliche Kräfte ein Spannungsfeld im indirekten Immobilienbereich erzeugt haben. Auf der einen Seite stehen Chancen für Käufe im direkten Immobilienbereich zu Niveaus, die zuletzt vor 15 Jahren verfügbar waren. Auf der anderen Seite herrscht Unsicherheit im makroökonomischen Bild, vor allem bei den Staatsfinanzen. Immobilienaktien, die das Jahr 2009 genutzt haben, um an neues Kapital zu gelangen oder ihre Finanzierungsstruktur zu bereinigen, sind derzeit natürlich klar im Vorteil. Allerdings sind weniger gute Objekte auf den Markt gekommen als angenommen, was die Kaufpreise rasch nach oben treibt und den qualitativ guten Markt einschränkt. In diesem Umfeld trennt sich mehr als sonst die Spreu vom Weizen und der Markt wird von den immer gleichen exzellenten Playern dominiert. Wir sehen dies durchaus positiv, da fundamental orientierte Investoren ein fokussiertes Portfolio mit großen Outperformancechancen schaffen können, was in einem Boomszenario, wo alle Indexmitglieder vom Trend profitieren, in diesem Ausmaß nicht möglich wäre. Dementsprechend fokussiert ist die derzeitige Sektoren- und Ländersicht. In Asien präferieren wir Entwickler, wobei China nur über Hongkong-Titel abgebildet wird. Auch Singapur, Australien und ausgewählt Korea sehen wir als interessant an, wobei wir vor allem den Bürosektor und Einzelhandel in unsere Portfolios nehmen. Japan wird berücksichtigt, ist aber keineswegs ein präferierter Markt. In Europa bleibt das Augenmerk unverändert auf den Kernregionen Frankreich und Nordeuropa. Niederländische Titel sind ebenfalls stark vertreten, wobei diese aber über-regional investieren. UK hat die erste Boomphase bereits hinter sich, was bei den Schwergewichten bereits eingepreist ist. Aber das Ergebnis der Investitionen, die seit Frühjahr 2009 dort bereits getätigt wurden, sollte sich bald in den Cashflows niederschlagen und so für weiteres Potenzial sorgen. Kritisch ist die Situation nach wie vor in Südeuropa. Auch CEE wird noch einige Zeit brauchen, bis wieder Ruhe einkehrt und eine positive Entwicklung absehbar ist. Die USA bieten – entgegen der landläufigen Meinung – bei spezialisierten Titeln, wie etwa im Apartmentsektor, große Chancen. Wichtig ist es hier vor allem Titel mit einer gesunden Finanzierungsstruktur auszuwählen, da dieser Markt qualitativ extrem heterogen ist und verfügbare Zahlen meist nur den Durchschnitt eines breiten Spektrums darstellen. Wir bevorzugen derzeit ein globales Portfolio gegenüber einem regional fokussierten und sehen die Erfolgsaussichten des Sektors durchaus positiv.

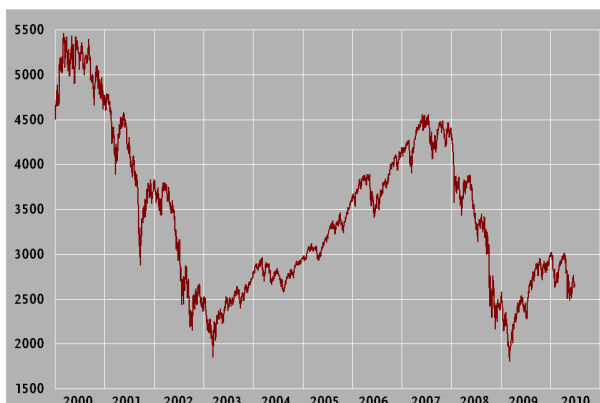
über die Euro-Peripherieländer einen neuen Unsicherheitschock befürchten, und eine gebremste Nachfrage durch die angekündigten Sparprogramme. Zusätzlich belastend wirkt auch China, wo ein schwächeres Wachstum der Wirtschaft und Inflationsdruck, ausgelöst durch eine Asset Bubble, befürchtet wird.

### Rückschläge gute Kaufgelegenheit?

Im Vergleich zu 2004 waren genau solche „Angstphasen“ gute Kaufgelegenheiten für

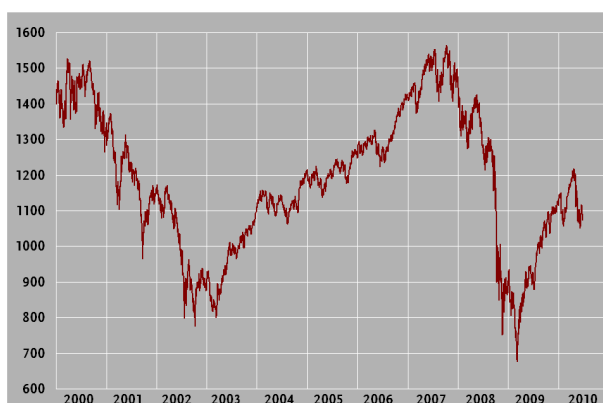
Aktieninvestoren. Es lassen sich derzeit etliche Gründe finden, die gegen ein zu negatives Szenario sprechen und einen positiven Kursverlauf argumentativ unterstützen: 1. Der konzertierte Rettungsschirm von 750 Mrd. EUR sollte den „gestressten“ GIIPS-Ländern (Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien) wieder finanzielle Luft verschaffen und gleichzeitig das Thema eines Staatsbankrotts mittelfristig vom Tisch räumen. 2. Eine normal ansteigende Zinsstrukturkurve verschafft nicht nur den Banken

### EUROPA – DJ STOXX 50



Quelle: Bloomberg

### USA – S&P 500



Quelle: Bloomberg

ein geregeltes Geschäftseinkommen, sondern vergünstigt auch die Refinanzierung der Unternehmen. 3. Die internationalen Aktienmärkte sind hinsichtlich der aktuellen Bewertung in einem historischen Vergleich als günstig anzusehen. Die Unternehmen notieren z. B. bei einem KGV- oder Preis-Buchwert-Vergleich im Durchschnitt unter ihrem historischen Mittelwert. 4. Die Gewinnprognosen für 2010 und 2011 können sich von den verhaltenen Wachstumsaussichten der industrialisierten Volkswirtschaften positiv abkoppeln. Nachdem die Prognosen 2007 und 2008 stark nach unten revidiert wurden, hat sich beginnend mit dem 1. Quartal 2009 die Richtung gedreht und die erwarteten Gewinne steigen teilweise rasant. So wird z. B. für den S&P500-Index durchschnittlich ein Gewinnwachstum von rund 30 % für 2010 und knapp 20 % für 2011 unterstellt. 5. Weltweit niedrige Aktienquoten bei Asset-Managern sollten ebenfalls unterstützend wirken. Regelmäßig abgehaltene Umfragen hinsichtlich der Aktienquoten in gemischten internationalen Assetklassenmandaten haben ergeben, dass ein überwiegender Teil der professionellen Investoren wie z. B. Versicherungen nach wie vor Aktien stark untergewichtet. Diese Haltung wird auch durch die negativen wöchentlichen Sentimentdaten (Umfrage unter professionellen Managern, ob sie grundsätzlich positiv oder negativ gegenüber Aktieninvestments sind) untermauert. Dieser Contraindikator hat sich gerade in Nachrezessionsjahren (vgl. dazu 2004) durchaus bewährt.

### Analyse spricht für Aktien

Aktien werden somit als historisch günstig eingestuft und auch das fundamentale Makroumfeld wird derzeit grundsätzlich positiv gesehen. Die Unternehmen haben in der Krise ihre Hausaufgaben gemacht und wir erwarten ein starkes 2. Quartal im Hinblick auf die Unternehmensergebnisse. Aufgrund dieser Analyse sowie der möglichen Parallelentwicklung zum Jahr 2004 sehen wir bis Jahresende 2010 gute Kurschancen für die Assetklasse Aktien.

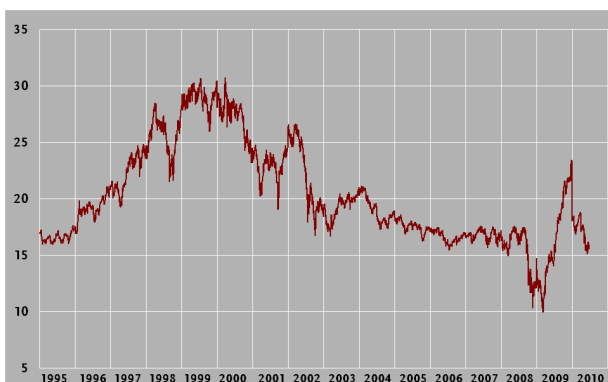
### Jahresendrallye nach volatiler Bewegung?

Angemerkt muss aber jedenfalls werden, dass die Aktienmarkterholung nicht in einem einzigen Schwung passieren wird, sondern voraussichtlich eine recht volatile Reise wird. Vorerst befindet sich der Aktienmarkt in einer Tradingrange, die gemessen am S&P500-Index zwischen 1040 und 1220 verläuft. Ein kurzfristiger Ausbruch aus der Tradingrange unter die Marke von 1040 muss auf alle Fälle miteinkalkuliert werden, da sich während des Sommers Bullen- und Bärenstimmen häufig abwechseln werden. Entgegen sonstigen Trendbrüchen würden wir diesen als Kaufgelegenheit nutzen, da durch einen liquiditätsarmen Handel im Sommer kurzfristige Extremsituationen immer wieder eintreten können. Wir erwarten jedoch gegen Ende des Sommers bzw. Anfang Herbst ein Abflauen der negativen Nachrichten und der Markt sollte sich allmählich von den Sparmaßnahmen der GIPS-Ländern überzeugen lassen. Aufgrund dessen kann wieder ein stärkerer Fokus auf die fundamentalen Daten der Unternehmen gelegt werden. Dies, unterstützt durch die niedrigen Aktienquoten, wäre der beste Nährboden für eine dann einsetzende Jahresendrallye. Voraussetzung für diese Einschätzung ist natürlich, dass kein erneuter exogener Schock eintritt, der eine Neubewertung der Situation mit sich bringen würde.

### Favoriten: Europa und Exportwerte

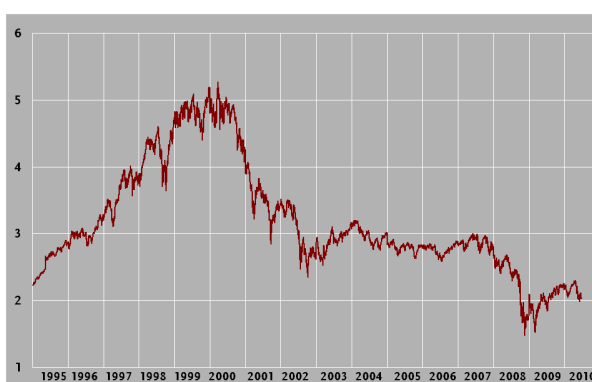
Aufgrund dieser Einschätzung bleiben Aktienmandate mit 100 % investiert. Der regionale Fokus verschiebt sich allerdings verstärkt auf Europa – im Fokus steht vor allem das Exportland Deutschland. Die Emerging Markets bleiben attraktiv, Japan wird zurückgenommen und die USA neutral gewichtet. Auf der sektoralen Ebene empfehlen wir exportorientierte Branchen, die von der Euroschwäche und vom stärkeren Wachstum in den Emerging Markets profitieren. Namentlich sind dies Industriegüter sowie zyklische und defensive Konsumgüter. Umgekehrt sollten exportschwache Sektoren, wie etwa Telekom und Versorger, untergewichtet werden.

### KURS/GEWINN VERHÄLTNIS S&P 500



Quelle: Bloomberg

### PREIS/BUCH VERHÄLTNIS S&P 500



Quelle: Bloomberg

**Hinweis:** Dieses Dokument ist eine unverbindliche Marketingmitteilung gemäß WAG 2007. Die Unterlage dient der Information der Anleger und stellt weder ein Angebot zum Kauf der genannten Produkte noch eine Anlageempfehlung dar. Die in diesem Bericht enthaltenen Angaben, Analysen und Prognosen basieren auf dem Wissensstand und der Markteinschätzung der mit der Erstellung dieses Berichtes betrauten Personen zu Redaktionsschluss. Semper Constantia Privatbank Aktiengesellschaft übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit der im Bericht enthaltenen Informationen und/oder für das Eintreten der Prognosen.

Dieser Bericht richtet sich ausschließlich an Marktteilnehmer, die in der Lage sind, ihre Anlageentscheidungen eigenständig zu treffen und sich dabei nicht nur auf die Einschätzung und Prognosen der SCPAG stützen. Dieser Bericht ist unverbindlich und stellt weder ein Angebot zum Kauf der genannten Produkte noch eine Anlageempfehlung dar.

Medieninhaber (Verleger), Herausgeber: Semper Constantia Privatbank Aktiengesellschaft, A-1010 Wien, Bankgasse 2, T +43 (1) 536 16-0