

Markttrends

Zusammenfassung

Überblick

- Die Finanzmärkte sind im November über weite Strecken extrem angespannt geblieben. Zwar haben sie sich zum Ende des Prognosezeitraums leicht erholt, doch existieren unseres Erachtens drei Gründe für anhaltend hohen Druck.
- Erstens dürfte die Krise am Kreditmarkt angesichts des fortgesetzten Rückgangs im US-Wohnungsbau länger anhalten als bislang erwartet. Zweitens sind die Risikoprämien in den vergangenen Wochen weiter angestiegen, was die Refinanzierungskosten der Banken noch weiter erhöht hat. Drittens scheinen die Schätzungen des potenziellen Abschreibungsbedarfs von Hypothekenkrediten täglich zuzunehmen. Sie haben jetzt ein Ausmaß erreicht, das Einschränkungen in der Kreditvergabe wahrscheinlich macht.
- In diesem Umfeld empfehlen wir risikoreichere Anlagen zu meiden. Eine technische Erholung ist nach den kräftigen Kursbewegungen zwar jederzeit möglich, doch wird diese Erholung angesichts der anhaltenden Kreditkrise wahrscheinlich nicht nachhaltig sein.

Aktien

- Im letzten Monat hatten wir angesichts der an den Aktienmärkten erneut herrschenden Orientierungslosigkeit eine nur leicht positive Wertentwicklung prognostiziert.
- Im Berichtsmonat hat sich die Kreditkrise verschärft, nachdem weitere Banken Verluste und Eigenkapitalerhöhungen bekanntgaben. Die Angst vor einer Rezession ist rapide angestiegen, während die Inflationssorgen unverändert hoch geblieben sind, was unter dem Strich zu einer „Stagflationsstimmung“ bei den Anlegern führte.
- Nach der kräftigen Kurserholung der Vortage sind wir im Hinblick auf einen Kursanstieg eher vorsichtig. Die Bewertungen sind zwar mittlerweile sehr attraktiv, aber die Nachrichtenlage dürfte eher weiter belastend wirken.

Anleihen

- Die Renditen der Staatsanleihen sind im November kräftig zurückgegangen. Insbesondere das kurze Ende der Kurve



bewegte sich kräftig nach unten. Die Abwärtsbewegung wurde weniger durch gesamtwirtschaftliche Daten als durch Sorgen über weitere Verluste im Finanzsektor und eine allgemeine Unsicherheit im Hinblick auf die weiteren Aussichten für die Konjunktur verursacht.

- Die Flucht in Qualitätswerte führte zu einer erneuten Ausweitung der Spreads an den Kreditmärkten. In vielen Segmenten liegen die Spreads gegenwärtig über dem in den Sommermonaten erreichten Niveau.
- Wir sehen jetzt weniger Faktoren, die bis Jahresende einen spürbaren Stimmungswechsel auslösen könnten. Zwar ist eine technische Korrektur mit Sicherheit überfällig, doch dürfte die Bereitschaft zur Übernahme höherer Risiken begrenzt bleiben. Deshalb rechnen wir insgesamt damit, dass der Abwärtsdruck bei den Anleiherenditen anhalten dürfte.

Währungen

- In den letzten vier Wochen hat sich der US-Dollar weiter abgeschwächt und gegenüber dem Euro mit 1,49 USD/EUR einen historischen Tiefstand erreicht. Wir rechnen damit, dass der US-Dollar unter Druck bleiben wird und prognostizieren für das Jahresende einen Wechselkurs von 1,52 USD/EUR.



GENERALI
Investments

Tabelle 1

	BIP-Wachstum			Inflationsrate		
	2006	2007f	2008f	2006	2007f	2008f
USA	2,9	2,2	1,5	3,2	2,8	2,5
Euro-Raum	2,9	2,6	1,7	2,2	2,1	2,1
Japan	2,2	1,9	1,4	0,2	0,0	0,4
UK	2,8	3,1	1,8	2,3	2,3	2,0
Welt	4,6	4,6	3,9	2,6	2,5	2,4

Überblick

Die Finanzmärkte, an denen bereits im Oktober eine Abwärtskorrektur eingesetzt hatte, sind auch im November unter Druck geblieben. Deshalb sind auch die Renditen von Staatsanleihen kräftig zurückgegangen. Beispielsweise sank die Rendite der

Geringere Eigenkapitalbasis führt zu Kreditbeschränkungen

10-jährigen Treasuries gegen Ende November auf 3,79%, den bislang tiefsten Stand im Jahr 2007. Gleichzeitig weiteten sich Spreads von Unternehmensanleihen weiter aus und erreichten bei Schuldtiteln des Finanz-

sektors aus dem Euro-Raum ein Niveau von mehr als 130 Bp. Auch die Kurse an den Aktienmärkten gingen stark zurück. Im Vergleich zu dem vorübergehenden Höchststand vom Oktober verlor der S&P 500 in der Spitze 10%; das war die erste zweistellige Korrektur seit 2002.

Diese Marktbewegungen waren zwar schon sehr ausgeprägt, doch gibt es u. E. auf mittlere Sicht keinen Grund, besonders optimistisch zu sein. Im Gegenteil haben uns drei Faktoren dazu veranlasst, unsere Wachstumsprognosen für 2008 deutlich nach unten zu revidieren. Der erste Faktor ist das zeitliche Ausmaß der Krise am Kreditmarkt. In den USA schrumpft der Wohnungsbau mittlerweile schon seit fast zwei Jahren deutlich. Deshalb hatten wir zunächst für 2008 zumindest mit einer gewissen Stabilisierung gerechnet. Doch der Bestand an unverkauften Häusern steigt unaufhaltsam weiter, sodass die Hauspreise noch stärker zurückgehen werden als ursprünglich erwartet. Des Weiteren sind die Vergabestandards bei Hypothekenkrediten, selbst für erstklassige Schuldner, erheblich strenger geworden. Es ist zu erwarten, dass diese Entwicklungen weitere Zahlungsausfälle bei bestehenden Hypothekenkrediten und somit zusätzliche Verluste bei vermögensbesicherten Schuldtiteln (Asset Backed Securities) nach sich ziehen.

Zweitens scheint das geschätzte Ausmaß der Hypothekenkreditverluste täglich nach oben zu gehen. Während US-Notenbankpräsident Bernanke den wahrscheinlichen Gesamtverlust aus Hypothekenkrediten im Juli noch auf US\$ 50 Mrd. bis 100 Mrd. veranschlagte, erreichen die Schätzungen heute in der Spitze US\$ 400 Mrd. Sollten diese Verluste in einem auch

Tabelle 2

Anleihen	aktuell	1 M.	12 M.
10J. Treasuries (USA)	3,97	3,90	4,30
10J. Bunds (Deutschland)	4,03	3,95	4,40
10J. JGBs (Japan)	1,47	1,45	1,80
Unternehmensanleihen	aktuell	1 M.	12 M.
IBOX Corporates Non Fin Index	108	105	85
Währungen	aktuell	1 M.	12 M.
USD/EUR	1,48	1,51	1,40
JPY/USD	109	108	110
GBP/EUR	0,72	0,72	0,74
Aktien	aktuell	1 M.	12 M.
S&P 500	1432	1430	1550
DJ EURO STOXX TML	362	362	385

Aktuelle Werte = Durchschnittswerte der letzten fünf Handelstage

nur halbwegs vergleichbaren Ausmaß zu einem Rückgang im Eigenkapital der Banken führen, so hätte dies angesichts des hohen Fremdfinanzierungsgrades im Bankensystem (ein Faktor von mehr als 10) einen erheblichen Rückgang der Neukreditvergabe zur Folge.

Drittens hat sich der Anstieg der Risikoprämien in den letzten Wochen sogar noch beschleunigt. Beispielsweise ist der Spread auf Unternehmensanleihen von Finanzinstituten aus dem Euro-Raum auf mehr als 130 Bp. gestiegen; Ende Oktober lag er

Wachstumsprognose für 2008 nach unten korrigiert

noch bei 80 Bp. Der 3-Monats-Euribor ist ebenfalls wieder auf 4,75% geklettert, sodass die Banken im Vergleich zum Leitzinsniveau hohen Refinanzierungskosten ausgesetzt sind. Das gleiche gilt für die USA, wo der 3-Monats-Libor bei 5% und damit um mehr als 60 Bp. über der Fed Funds Target Rate liegt. Somit wird die Kreditvergabe nicht nur von der Angebotsseite aufgrund des Eigenkapitalrückgangs der Banken, sondern aufgrund höherer Refinanzierungskosten auch von der Nachfrageseite her eingeschränkt werden.

Schließlich gibt es neben diesen Überlegungen jetzt noch das zusätzliche Risiko potenzieller Abschreibungen im Finanzsystem. Dies steht im Zusammenhang mit den Anleiheversicherern in den USA (Monoliner), deren „AAA“-Rating zurzeit unter Beobachtung steht, da sie nur relativ geringe Finanzmittel zur Abdeckung potenzieller Verluste zur Verfügung haben. Sollten sie ihr Top-Rating einbüßen, so müssten auch die versicherten Anleihen herabgestuft werden. Damit hätten die Anleger, darunter auch die Geschäftsbanken, Bestände mit einem verringerten Marktwert in ihren Büchern. Zwar sind die US-Banken offenbar nicht übermäßig in diesem Marktsegment engagiert, doch würden Verluste in diesem Segment ihre Eigenkapitalbasis weiter ausdünnen.

Bisher ist die Kreditvergabe weder in den USA noch im Euro-Raum zurückgegangen. Vielmehr weisen die wöchentlich veröffentlichten Daten der US Federal Reserve darauf hin, dass die Kreditvergabe weiterhin relativ robust ist. Das gleiche gilt für den Euro-Raum. Dort hat sich das Wachstum der Kreditvergabe an den Privatsektor im Vorjahresvergleich sogar beschleunigt, und zwar von 11% im September auf 11,2% im Oktober. Allerdings vergeht normalerweise eine gewisse Zeit, bis sich Trendänderun-

gen in den Bestandsdaten niederschlagen. Wir rechnen damit, dass sich das Wachstum der Kreditvergabe in den kommenden Monaten verlangsamen wird. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Wachstumsprognose für die westlichen Industrieländer ziemlich kräftig nach unten revidiert. Für die USA prognostizieren wir jetzt nur noch ein reales BIP-Wachstum von 1,5% im Jahr 2008; das ist nur die Hälfte des Potenzialwachstums.

Aktien

Wichtige Ereignisse

Der Kursrückgang an den Aktienmärkten fiel deutlich aus und erstmals waren auch die Emerging Markets betroffen: China -18%, Indien -4,5%. Auch der Topix wurde ernsthaft in Mitlei-

Nach dem jüngsten Kursrückgang volatile Seitwärtsbewegung erwartet

denenschaft gezogen (-8,5%), und an den Aktienmärkten in Europa und den USA gab es Rückgänge um durchschnittlich 5,5%. Die Krise fand ihren Niederschlag in der neuerlichen Kursschwäche des US-Dollar und in dem kräftigen Anstieg der Ölpreise. Die 10-jährigen Renditen sanken um 15 Bp. im Fall der Bunds und um 40 Bp. im Fall der US-Treasuries. Unterschiedliche Entwicklungen gab es auch bei den Rohstoffen, wo der Goldpreis (als Inflations- und Risikoindikator) um 1% stieg, während die Preise der Industriemetalle (als Konjunkturindikator) um 10% sanken.

Kreditrisiko, Konjunktur und Aktienmarkt

Vor dem Hintergrund der neuerlichen Marktverwerfungen haben wir unsere Wachstumsprognosen verringert. Nach wie vor gehen wir nicht von einer Rezession in den USA aus, obschon sich die Risiken in dieser Hinsicht erhöht haben. Das Niveau der 10-jährigen Renditen spiegelt wahrscheinlich schon Rezessionsängste wider, und die Aktienbewertungen sind ähnlich extrem wie 2002. Zum damaligen Zeitpunkt war der US-Aktienmarkt um 18% unterbewertet. In der letzten Woche zeigte derselbe Indikator eine Unterbewertung von 16% an, bevor diese dann im Zuge

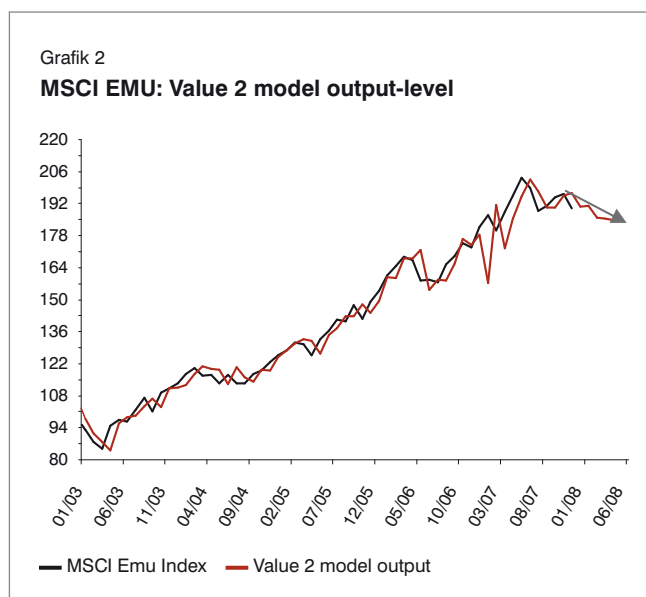
der am 27. November einsetzenden Kurserholung (+4,5%) auf 11% zurückging.

Der US-TED-Spread hat sich noch weiter ausgeweitet, während der S&P 500 zuletzt allerdings seinen Abwärtstrend verlassen hat. Dennoch dürfte die Kreditkrise noch weitere schlechte Nachrichten erzeugen. Neben neuen Aktienemissionen und der

Konjunkturdaten werden Auswirkungen der Kreditkrise zeigen

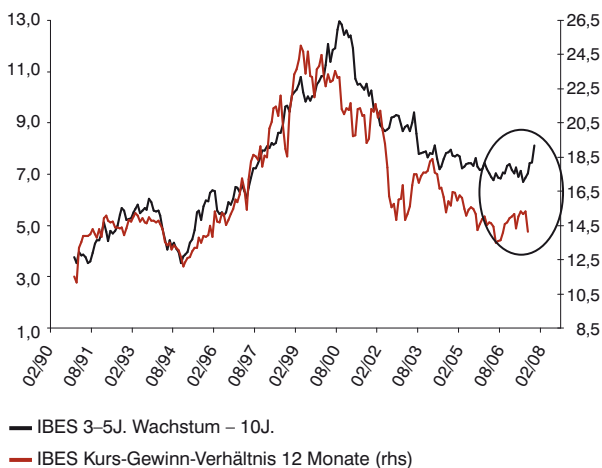
Belastung der Bilanzen mit zuvor außerbilanziellen Posten (wie bei HSBC) könnte es Verlustausweise weiterer Banken, Rating-Herabstufungen (US-Monoline-Versicherer), Ermittlungen und eine schwierige Geburt des 80 Mrd. US\$ schweren Rettungsfonds (Super-SIV) geben. Auf mittlere Sicht ist zudem die Verschlechterung grundlegender Faktoren zu berücksichtigen: die fallenden Preise für Wohnimmobilien und die zunehmenden Kreditausfälle.

Auch in Europa hat sich das konjunkturelle Umfeld verschlechtert, wobei wir der jüngsten Erholung der Frühindikatoren keine große Bedeutung beimessen. Dennoch sollten diese zeitweilige konjunkturelle Widerstandsfähigkeit und die Inflationssorgen dafür sorgen, dass die EZB die Leitzinsen zunächst nicht senken wird. Auch die Fed dürfte dem Aktienmarkt nur noch einmal mit einer Zinssenkung am 11. Dezember helfen. Alles deutet darauf hin, dass die Unterstützung des Aktienmarktes durch die Zentralbanken im nächsten Monat begrenzt ausfallen dürfte.



Grafik 3

S&P 500: IBES 3/5J. Wachstum – 10J. und Kurs-Gewinn-Verhältnis



Insgesamt sehen wir daher noch keinen Anlass, nach der jüngsten Verkaufswelle bereits wieder in den Markt einzusteigen.

Kurzfristmodelle und andere Risikoquellen

Zusätzlich ist anzumerken, dass unsere Top-Down-Kurzfristmodelle für Europa noch nicht auf positiv stehen, wenn sie auch für die anderen Märkte eine gute Quartalsentwicklung prognostizieren. In dieser Hinsicht ist Japan zu nennen. Unsere Kurzfristmodelle haben den japanischen Markt nahezu ein ganzes Jahr lang als teuer eingestuft. Jetzt haben sie, ähnlich wie auch die Langfristmodelle, auf positiv gewechselt. Leider zeichnen die Frühindikatoren jedoch ein ungünstiges Bild über den weiteren Konjunkturverlauf. Dennoch könnten japanische Aktien im nächsten Jahr eine gute Kaufgelegenheit darstellen.

Langfristmodelle zeigen Unterstützung an

Neben den Kurzfristmodellen spricht auch der Verlauf der Renditenstrukturkurve gegen europäische Aktien. Während der letzten Quartale bestand ein enger Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Aktien und der Anleiherenditen. Der hohe Ölpreis ist ein weiterer potenzieller Belastungsfaktor für den Aktienmarkt, da er kurzfristig den Abbau der impliziten Risikoprämie verhindern könnte.

Mittelfristig positive Faktoren

Im Anschluss an die Darstellung all dieser negativen Einflussfaktoren muss noch einmal deutlich gesagt werden: Kreditrisiken und Rezessionsängste sind dabei, den Markt auf ein extrem niedriges Bewertungsniveau zu treiben, was nur alle fünf bis zehn Jahre einmal vorkommt. Die Frage, die es zu beantworten gilt, ist, wie weit wir noch von diesem Niveau entfernt sind. Wahrscheinlich hat der Markt bis dahin noch ein Abwärtspotenzial von etwa 5%–7%. Ein gutes Timing ist natürlich sehr schwer, wie uns das Geschehen im Sommer 2002, als das Bewertungsniveau eindeutige Kaufsignale aussandte („value trap“), sehr deutlich gezeigt hat. Damals verlor der Aktienmarkt noch einmal 10%–15%, obwohl er bereits unterbewertet war. Ungeachtet dessen ist nicht zu übersehen, dass die Langfristmodelle bereits eine große Unterstützung anzeigen. Sie signa-

lisieren selbst dann noch ein theoretisches Aufwärtspotenzial für die europäischen Aktienmärkte in Höhe von 30%, wenn wir die Konsensusgewinnsschätzung je Aktie für 2008 und 2009 um 13% reduzieren und von einem im Vergleich zu heute um 30–40 Bp. höheren Niveau der 10-jährigen Renditen ausgehen. Eine Betrachtung der einzelnen Sektoren zeigt, dass 4 bis 5 Sektoren seit 1995 nicht mehr so stark unterbewertet waren wie jetzt. Auch in den USA sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse niedrig, unabhängig davon, welcher Bewertungsmaßstab angelegt wird. Unterstützung bieten nicht nur die Kombination aus dem langfristigen Wachstumstrend und dem Niveau der 10-jährigen Renditen, sondern auch der Inflationstrend und das Inflationsniveau. Die Bewertung der Banken aus dem Vereinigten Königreich und aus der Schweiz hat (vor der jüngsten Kurserholung) ebenfalls ein Niveau in der Nähe der historischen Niedrigstwerte erreicht, die nur während schwerer Marktkrisen zu verzeichnen waren. Was einzelne Sektoren anbelangt, so gab es bei Gebrauchsgütern und Finanzen die größten Verluste (10% bzw. 12%). Dagegen haben sich Titel aus den Sektoren Nahrungsmittel, Pharmazie, Technologie und Versorgung überdurchschnittlich entwickelt. Wir befürchten, dass Industrie-, Automobil- und Bautitel einen Stimmungswechsel zum Schlechteren durchmachen könnten, wenn sich die Konjunkturverlangsamung im Euro-Raum bestätigt. Der Telekommunikationssektor könnte sich dabei auch wegen seiner schwächeren Korrelation zum US-Dollar als widerstandsfähiger erweisen. Auch scheint es, als ob die Verlangsamung des Umsatzwachstums und der Margenausweitung im Vergleich zu den vorherigen zwei bis drei Jahren von jetzt an nachlassen könnte.

Japan

Kräftiger Kursrückgang bei japanischen Aktien

Im letzten Monat ging es mit dem Topix kräftig bergab, was auf erneute Sorgen bezüglich der Auswirkungen der Subprime-Krise auf die USA und damit auch auf die japanische Konjunktur sowie bezüglich einer Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar zurückzuführen war. Gegen Monatsende verbesserte sich die Anlegerstimmung, als bekannt wurde, dass die Abu Dhabi Investment Authority einen Anteil an der Citigroup erworben hatte, und Donald Kohn von der Fed die Möglichkeit einer Zinssenkung andeutete.

Subprime-Turbulenzen und Konjunkturängste

Japanische Aktien litten nicht nur unter den bereits erwähnten Faktoren, die die Kursentwicklungen an den Aktienmärkten weltweit belasteten, sondern auch unter den schwachen Frühindikatoren. Im Falle Japans signalisieren sie für die nächste Zeit eine spürbare Konjunkturverlangsamung. Dabei muss allerdings berücksichtigt werden, dass der Rückgang des OECD-Frühindikators zu einem großen Teil auf den Einbruch des Teilindikators „begonnene Bauvorhaben“ zurückzuführen ist. Dieser Einbruch wurde durch Veränderungen der Bauvorschriften verursacht, so dass die Korrektur im Bausektor voraussichtlich vorübergehender Natur ist. Doch selbst wenn das Ausmaß des Rückgangs überzeichnet ist, so bleibt der abwärtsgerichtete Trend des Indikators doch derselbe, auch ohne die Baukomponente.

Bankensektor – Boden gefunden?

Die unterdurchschnittliche Entwicklung des Topix im Vergleich zu den weltweiten Aktienmärkten ist zusätzlich auf die Kurs-

schwäche japanischer Bankaktien zurückzuführen. Obwohl die Subprime-Krise ihren Ursprung in den USA hat und das Engagement japanischer Banken offenbar vergleichsweise gering ist, haben sich die japanischen Bankaktien nicht nur schlechter entwickelt als der Topix, sondern seit Ausbruch der Krise im Juli auch schlechter als die Bankaktien in Europa und in den USA. Die schwache Kursentwicklung ist hauptsächlich auf die enttäuschenden Gewinne im Bankensektor zurückzuführen. Beispielsweise ging der Gewinn der Mitsubishi UFJ Financial Group im ersten Halbjahr um 49% zurück. Da der private Verbrauch in Japan während des Winters schleppend bleiben dürfte und mit

weiteren Abschreibungen zu rechnen ist, ist es unseres Erachtens zu früh, um auf eine Outperformance japanischer Banken zu setzen. Aber immerhin erwarten wir, dass der Bankensektor im letzten Quartal des Jahres den Gesamtmarkt weniger belasten wird. Deshalb sollte sich der Topix mehr im Einklang mit den weltweiten Aktienmärkten entwickeln. Die erhebliche Underperformance der letzten Zeit wird auch durch die relative Gewinnentwicklung nicht gerechtfertigt. Dennoch werden sich japanische Aktien als „Beta-Play“ auf das weltweite Wirtschaftswachstum wahrscheinlich auch in Zukunft unterdurchschnittlich entwickeln, wenn auch in einem geringeren Ausmaß.

Anleihen

Die Entwicklung an den Anleihemärkten stand im November ganz im Zeichen von schlechten Nachrichten aus dem Finanzsektor und Sorgen im Hinblick auf ein Übergreifen der Probleme im US-Wohnimmobilienmarkt auf die übrige Volkswirtschaft. Die Anleger wandten sich im Zuge zunehmender Befürchtungen, es könne eine Kreditverknappung geben, Vermögenswerten mit den niedrigsten Risiken zu. Des Weiteren setzten die Märkte zunehmend auf aggressivere Zinssenkungen, wenn auch die jüngsten Verlautbarungen der Zentralbankvertreter in dieser Hinsicht bestenfalls gemischt ausfielen.

Weiterhin treiben Sorgen die Bondmärkte

im US-Wohnimmobilienmarkt auf die übrige Volkswirtschaft. Die Anleger wandten sich im Zuge zunehmender Befürchtungen, es könne eine Kreditverknappung geben, Vermögens-

Versteilerung der Renditenstrukturkurven setzt sich fort

Weltweit sind die Anleiherenditen deshalb kräftig gesunken. Im Euro-Raum fiel die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen von 4,17% auf 4,03%. Noch stärker war der Rückgang in den USA, wo sich die Rendite der 10-jährigen Treasuries um 40 Bp. auf 3,97% verringerte. Somit liegt die Referenzrendite des Euro-Raums jetzt erstmals seit März 2004 über der entsprechenden US-Rendite. Am kurzen Ende der Kurve wirkte sich die Flucht in sichere Anlagen sogar noch

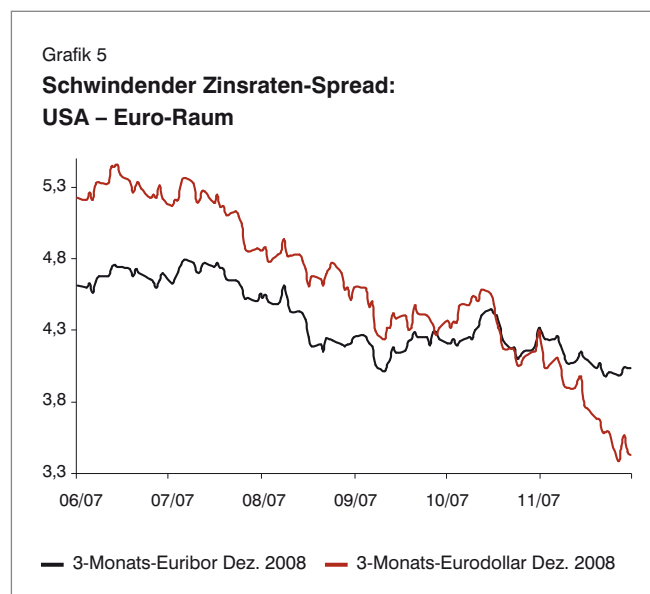
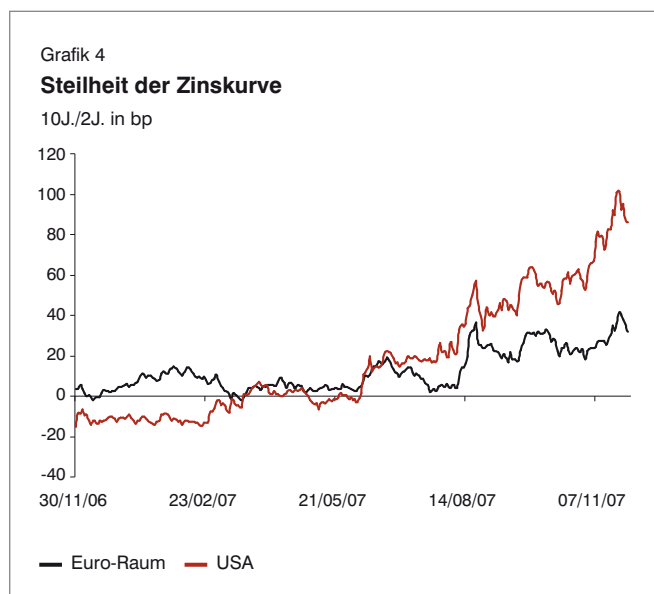
Kurzfristig keine signifikante Trendwende bei Renditen

der Rückgang in den USA, wo sich die Rendite der 10-jährigen Treasuries um 40 Bp. auf 3,97% verringerte. Somit liegt die Referenzrendite des Euro-Raums jetzt erstmals seit März 2004 über der entsprechenden US-Rendite. Am kurzen Ende der Kurve wirkte sich die Flucht in sichere Anlagen sogar noch

stärker aus. Im Euro-Raum sank die Rendite 2-jähriger Bunds um 24 Bp. auf 3,70%, wodurch die Differenz der 10-jährigen zu den 2-jährigen Renditen auf 33 Bp. anstieg. In den USA ließ eine panikartige Nachfrage die Rendite 2-jähriger Treasuries auf einen Tiefstand von 2,89% sinken, bevor sie dann den Berichtszeitraum bei 3,05% abschloss, was immer noch einen Rückgang um 69 Bp. darstellt. Damit ist die Renditenstrukturkurve erheblich steiler geworden. Gegenwärtig beträgt der Renditeabstand zwischen 10-jährigen und 2-jährigen Titeln 92 Bp. und übertrifft damit das Niveau, das „normalerweise“ in Zeiten von Leitzinssenkungen zu erwarten wäre. Deshalb halten wir das Potenzial für eine weitere Versteilerung in den USA auch für begrenzt.

Die Kehrseite steigender Kurse von Staatsanleihen sind sich ausweitende Spreads am Kreditmarkt. Insbesondere Schuldtitel mit Bezug zum Finanzsektor sind unter Druck geraten. Die 10-jährigen Swap-Spreads haben sich um 10 Bp. auf 48 Bp. im Euro-Raum und auf 74 Bp. in den USA erhöht. Am kurzen Ende sind die Swap-Spreads wegen der zunehmenden Subprime-Folgen sogar noch stärker gestiegen.

Legt man die gegenwärtigen Inflationsraten zugrunde, so befinden sich die realen Renditen auf beiden Seiten des Atlantiks ein-



deutig auf einem Niveau, das eine Rezession signalisiert. Das ist ein Szenario, das (zumindest für die USA) nicht ausgeschlossen werden kann, das wir aber weiterhin nicht als das wahrscheinlichste Szenario erachten. Des Weiteren sind die Anleihemärkte überkauft, und eine technische Korrektur ist überfällig. Wir stufen Anleihen daher als zu teuer ein. Die Wahrscheinlichkeit, dass dies auf den Märkten bemerkt und, wichtiger noch, zu einer entsprechenden Reaktion führen wird, ist u. E. gering.

In den kommenden Wochen dürften die Konsequenzen der Subprime-Krise in den gesamtwirtschaftlichen Daten deutlicher sichtbar werden. Die Makro-Daten haben sich zwar bislang einigermaßen positiv entwickelt, doch sollten die anstehenden Datenveröffentlichungen zunehmend deutlich machen, dass die US-Wirtschaft auf einen langsamen Wachstumspfad eingeschwenkt ist; selbst im Euro-Raum dürften die Konjunkturindikatoren einen Abwärtstrend signalisieren. Da das Finanzsystem weiter unter Stress steht und immer noch Sorgen bezüglich eines Rückgangs der Kreditverfügbarkeit bestehen, werden die schlechten Nachrichten aller Voraussicht nach weiter anhalten. Eine erneute Flucht in Qualitätswerte könnte durch nochmalige Gerüchte/Ankündigungen im Hinblick auf Abschreibungen von Finanzanlagen bei Brokern/Hedgefonds usw., weitere Rating-Herabstufungen von strukturierten Finanzprodukten und einen noch engeren Interbankencreditmarkt zum Jahresende ausgelöst werden. Zwar fällt es uns schwer, auf dem gegenwärtigen Renditeniveau bei Anleihen positiv gestimmt zu sein, aber wir sehen andererseits auch kein Umfeld, in dem die Anleiherenditen wieder kräftig ansteigen könnten. Stattdessen werden

die Anleger angesichts des bevorstehenden Jahreswechsels Risiken nach Möglichkeit zu vermeiden suchen. Deshalb rechnen wir mit weiter fallenden Renditen für Staatspapiere, wenn auch das Tempo des Renditerückgangs erheblich nachlassen sollte; außerdem dürfte der Renditerückgang zeitweise durch technische Korrekturen unterbrochen werden. Insgesamt prognostizieren wir einen Rückgang der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen auf 3,95% und der Rendite 10-jähriger US-Treasuries auf 3,90%.

Sollte die Fed allerdings die Leitzinsen auf der Dezember-Sitzung aggressiv um 50 Bp. senken, würde dies im Gegensatz zum oben dargestellten Szenario einen kräftigen Renditeanstieg und einen erheblichen Rückgang der Spreads am Kreditmarkt mit sich bringen. Ein solcher Schritt würde zu einer Beruhigung der Finanzmärkte beitragen und das Vertrauen wieder herstellen, dass die Fed die Situation retten wird. Allerdings haben Vertreter der Fed bislang kaum Hinweise auf eine derartige Maßnahme gegeben, weshalb wir die Wahrscheinlichkeit hierfür nur als sehr gering ansetzen.

Weiterer Aufwärtsdruck bei den Spreads an den Kreditmärkten In unserem Basisszenario rechnen wir bis Jahresende nicht mit einer spürbaren Einengung der Spreads an den Kreditmärkten. Insbesondere mit dem Subprime-Segment verbundene Schuldtitel und Schuldtitel mit einem niedrigen Rating werden weiter unter den erwarteten schlechten Nachrichten leiden. Während Schuldtitel hoher Qualität weiter Schutz bieten sollten, bestehen für Schuldtitel mit niedrigem Rating trotz des bereits sehr hohen Spreadniveaus auf kurze Sicht weiterhin große Risiken.

Währungen

Wie wir erwartet hatten, wertete sich der Euro in den vergangenen vier Wochen weiter gegenüber dem US-Dollar auf. Dabei wurde allerdings – bei einem aktuellen Wechselkurs von 1,48 USD/EUR – unsere Prognose noch übertroffen. Hauptsächlich lag dies daran, dass US-Rezessionsängste die Erwartung eines weiteren Rückgangs der kurzfristigen Renditen stützten. Diese Ängste basierten auf fallenden Preisen für Wohnimmobilien und

einem zurückgehenden Verbrauchervertrauen auf beiden Seiten des Atlantiks. Des Weiteren gab es Spekulationen, dass einige Ölexportländer aus dem Nahen Osten die Wechselkursbindung

Schlechte Nachrichten aus den USA sollten den Euro auf über 1,50 USD/EUR treiben

ihrer Währungen zum US-Dollar aufgeben und eine Aufwertung zulassen könnten, um den wachsenden Inflationsdruck, der von den steigenden Importpreisen ausgeht, zu bekämpfen. Im Gegensatz dazu zeich-

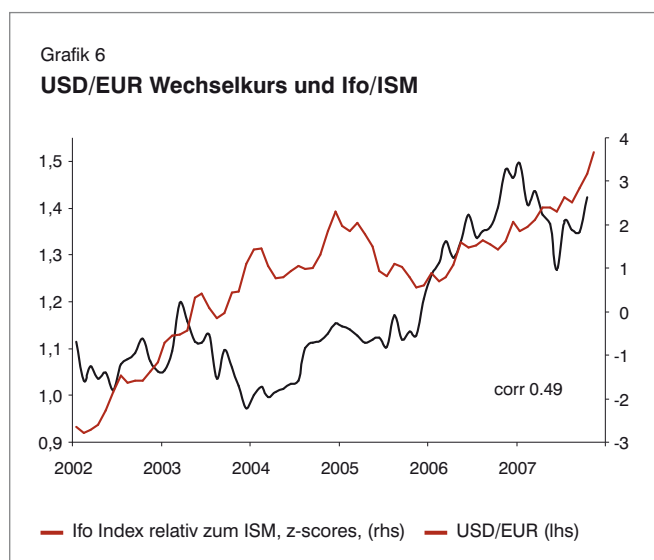


Tabelle 3

Währungs-Relation	aktuell 28/11/2007	Veränderungen 2006	Veränderungen 2005	Veränderungen 2004
USD/EUR	1,48	11,5%	-12,7%	17,3%
JPY/USD	110	0,9%	15,1%	2,5%
JPY/EUR	162	12,5%	0,5%	20,2%
USD/GBP	2,07	13,8%	-10,3%	16,0%
GBP/EUR	0,71	-2,0%	-2,7%	1,2%
CHF/EUR	1,65	3,4%	0,8%	5,7%

neten die Industrieumfragen für den Euro-Raum im November ein überraschend positives Bild. Die Entwicklung des IFO-Index und die Bekanntgabe schlechter Inflationszahlen dämpften die Erwartungen einer bevorstehenden Leitzinssenkung durch die EZB. Hierdurch beflügelt, erreichte der Euro kurzzeitig ein neues Rekordhoch von 1,4966 USD/EUR.

Mittlerweile haben die Märkte eine rezessionäre Entwicklung in den USA eingepreist. Dies ist der Hauptgrund, warum die Renditedifferenz bei den 10-jährigen Anleihen zwischen dem Euro-Raum und den USA mittlerweile positiv ist. Dies sollte den Euro zusätzlich stärken. Allerdings ist der Euro-Dollar-Wechselkurs keine Einbahnstraße. Vertreter der EZB haben betont, dass die jüngsten Entwicklungen am Devisenmarkt mit den Fundamentaldaten nicht im Einklang stehen, und Trichet sagte, dass er „brutale“ Wechselkursbewegungen nicht begrüße. Außerdem habe er den Eindruck, dass die chinesische Regierung möglicherweise bereit sei, eine weitere Aufwertung ihrer Währung zuzulassen. In diesem Fall könnte sich die Dollarabwertung stärker über die asiatischen Währungen vollziehen, was den Druck auf den Euro verringern würde. Trotzdem wird die Entwicklung des Außenwerts des US-Dollar zur Zeit vom Subprime-Problem beherrscht. Als bekannt wurde, dass ein arabischer Investor einen Anteil von 5% an der von der Subprime-Krise stark betroffenen Citibank erworben hatte, gewann der Greenback kurzzeitig an Wert. Unter dem Strich erwarten wir für die kommenden Wochen schlechte Nachrichten für den Greenback und rechnen daher mit einer Abschwächung auf 1,52 USD/EUR.

Auf Sicht von 12 Monaten gehen wir jedoch von einer Aufwertung des Greenback aus, da der Euro-Raum wahrscheinlich stärker von der Subprime-Krise betroffen sein wird als bislang eingepreist, was die EZB zu Zinssenkungen zwingen dürfte. Allerdings haben wir vor dem Hintergrund der schwierigen Lage in den USA unsere Wechselkursprognose von 1,33 USD/EUR auf 1,40 USD/EUR erhöht.

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.generalinvest.de

Aktien Japan: **Dr. Markus Irngartinger**

Tel.: + 49 221/1636-349

E-Mail: markus.irngartinger@geninvest.de

Renten: **Dr. Florian Späte**

Tel.: + 49 221/1636-367

E-Mail: florian.spaete@geninvest.de

Währungen: **Dr. Martin Wolburg**

Tel.: + 49 221/1636-346

E-Mail: martin.wolburg@geninvest.de

Tabelle 4

Entwicklung der Renten, Wechselkurse und Rohstoffe

	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE* 2006
Stand:	30. 11. 2007				
3-Monats-Geldmarktsatz					
USA 3M Libor	5,13	4,89	5,62	5,37	5,36
EUR Eonia	4,04	4,13	4,29	3,34	3,69
EUR 1M Libor	4,82	4,16	4,46	3,58	3,63
EUR 3M Libor	4,81	4,60	4,74	3,64	3,72
JPN 3M Libor	0,99	0,90	0,97	0,51	0,57
UK 3M Libor	6,61	6,28	6,69	5,25	5,32
SWI 3M Libor	2,75	2,75	2,90	1,95	2,10
Renten					
2J. Treasuries	3,04	3,93	4,15	4,62	4,82
5J. Treasuries	3,42	4,16	4,26	4,45	4,71
10J. Treasuries	3,97	4,47	4,54	4,46	4,71
2J. Bunds	3,83	4,05	4,00	3,68	3,89
5J. Bunds	3,90	4,13	4,11	3,63	3,92
10J. Bunds	4,11	4,24	4,24	3,68	3,95
2J. JGBs	0,76	0,78	0,87	0,82	0,80
5J. JGBs	1,03	1,09	1,17	1,19	1,24
10J. JGBs	1,48	1,61	1,61	1,66	1,68
2J. Gilts	4,50	5,15	5,33	4,95	5,15
5J. Gilts	4,65	5,00	5,21	4,82	5,04
10J. Gilts	4,63	4,92	5,03	4,51	4,73
2J. Bonds SWI	2,03	2,47	2,78	2,26	2,47
5J. Bonds SWI	2,58	2,68	2,69	2,28	2,47
10J. Bonds SWI	2,80	2,92	2,93	2,29	2,46
10J. Swap Spreads					
USA	65	64	70	48	48
EUR	49	43	40	22	24
Euro Unternehmensanleihen Spreads					
JPM Credit Industrials	123	96	98	73	70
Emerging-Markets-Anleihen Spreads					
EMBI Latein Amerika	279	210	250	211	180
EMBI Asien	223	167	204	160	128
Euro EMBI Europa	77	58	64	50	47
Währungen					
USD/EUR	1,46	1,45	1,36	1,32	1,32
JPY/USD	111	115	116	116	119
GBP/EUR	0,71	0,70	0,68	0,67	0,67
CHF/EUR	1,66	1,68	1,65	1,59	1,61
Rohstoffe					
Gold \$/Oz	783	791	673	648	635
Crude Oil Brent \$/Barrel	88	90	72	64	59

Quelle: Thomson Financial Datastream, Bloomberg, eigene Berechnungen
* JE = Jahresende (oder Ultimo)

Tabelle 5

Entwicklung der Aktienmärkte

Aktien	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE*
Stand:	30.11.2007				
Welt					
MSCI World	1142	-4,4%	0,3%	6,4%	3,8%
USA					
S&P500	1481	-4,4%	0,5%	5,7%	4,4%
Dow Jones	13372	-4,0%	0,1%	9,4%	7,3%
Nasdaq	2661	-6,9%	2,5%	9,4%	10,2%
Europa					
DJ Euro Stoxx TMI Large	375	-3,1%	1,6%	10,6%	6,6%
DJ Euro Stoxx 50	4395	-2,1%	2,3%	10,2%	6,7%
MSCI EMU	244	-3,5%	0,8%	10,1%	5,8%
DJ Stoxx 600	370	-4,7%	-1,5%	5,3%	1,4%
DJ Stoxx 50	3753	-3,4%	-0,3%	4,2%	1,5%
MSCI Europe	1551	-4,0%	0,4%	7,9%	3,9%
CAC40	5671	-3,0%	0,1%	6,4%	2,3%
DAX30	7871	-1,9%	3,0%	24,7%	19,3%
MIB30	39311	-4,1%	-2,7%	-2,7%	-5,4%
FTSE100	6432	-4,3%	2,0%	6,3%	3,4%
SMI	8828	-2,1%	-0,6%	4,1%	0,5%
Japan					
Topix	1532	-5,4%	-4,7%	-4,4%	-8,9%
Asia ex Japan					
MSCI AC Asia ex Jp	691	-7,9%	11,3%	40,2%	34,9%

Quelle: Thomson Financial Datastream, Bloomberg, eigene Berechnungen
* JE = Jahresende (oder Ultimo)

Tabelle 6

Entwicklung der Aktiensektoren

Europäische MSCI Sektoren	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE*
Stand:	30.11.2007				
Grundstoffe	278	-2,0%	5,9%	33,6%	27,0%
Energie	185	-3,6%	3,2%	7,4%	6,7%
Öl & Gas	182	-3,3%	3,5%	7,4%	6,8%
Industriegüter	188	-4,2%	-1,4%	18,1%	11,0%
Gebrauchsgüter	105	-9,8%	-4,8%	6,4%	2,3%
Automobile	126	-13,6%	4,8%	53,2%	45,4%
Medien	80	-5,9%	-7,0%	-3,3%	-4,6%
Handel	114	-12,3%	-7,7%	-6,3%	-9,2%
Verbrauchsgüter	152	0,7%	4,8%	21,0%	17,3%
Nahrungsmittel/Kosmetik Einzelhandel	104	-2,1%	2,4%	20,2%	17,0%
Nahrungsmittelproduktion	142	2,7%	4,8%	19,5%	16,5%
Haushaltswaren	276	4,7%	5,0%	21,7%	18,0%
Gesundheit	106	3,1%	0,9%	-3,5%	-4,3%
Pharma	101	4,2%	1,3%	-4,5%	-4,8%
Telekommunikation	94	-1,5%	12,5%	24,9%	19,3%
Versorger	187	1,3%	10,7%	22,4%	17,7%
Finanzen	117	-7,4%	-5,5%	-7,5%	-11,6%
Bank	139,2	-6,6%	-5,3%	-6,9%	-10,5%
Finanzdienstleister	111	-8,9%	-1,7%	-5,5%	-10,0%
Versicherungen	66,5	-9,0%	-5,5%	-3,8%	-8,2%
Informationstechnologie	78	-6,7%	-7,7%	5,4%	1,6%
IT-Services	16,9	-12,3%	-14,1%	-16,5%	-20,6%
Software	82,9	-6,7%	-8,4%	-7,7%	-9,7%
Kommunikations-ausrüstung	98,5	-5,3%	-5,7%	17,1%	12,7%
Computer und Peripheriegeräte	65,0	-7,8%	8,7%	8,3%	5,7%
Halbleitersausrüstung	122,2	-9,4%	-10,0%	-3,9%	-8,5%

Quelle: Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen
* JE = Jahresende (oder Ultimo)

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)
Dr. Markus Irngartinger (Tel.: +49 221/1636-349)
Dott. Michele Morganti (Tel.: +39 040/671-599)
Vladimir Oleinikov (Tel.: +49 221/1636-317)

Dr. Christoph Siepmann (Tel.: +49 221/1636-342)
Dr. Florian Späte, CIIA (Tel.: +49 221/1636-367)
Dr. Martin Wolburg (Tel.: +49 221/1636-346)

E-Mails Deutschland:

vorname.nachname@geninvest.de

E-Mails Italien:

vorname.nachname@am.generalinvest.com

Editor:

Dr. Markus Irngartinger (Tel.: +49 221/1636-349)

Herausgeber:

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

Redaktionsschluss:

30. November 2007

Quellen der Grafiken und Tabellen:

Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen.

Generali Investments, Köln/Triest 2007 · 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.

Generali Investments Deutschland Kapitalanlagegesellschaft mbH

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