

# Markttrends

## Zusammenfassung

### Überblick

- Fallende Aktienkurse, Kursrally bei Staatsanleihen und eine dramatische Ausweitung der Credit-Spreads – all diese Faktoren haben sich in den letzten beiden Monaten belastend auf die Finanzmärkte ausgewirkt.
- Dies wird wohl noch eine Weile anhalten. Indes bestehen Chancen für eine kurzfristige Stabilisierung der Märkte.

### Aktien

- An den Aktienmärkten gab es während der letzten beiden Monate deutliche Korrekturen. Die Kreditkrise könnte indes einer baldigen Erholung entgegenstehen: Es bleibt beim Bärenmarkt.
- Häuserpreise und Verbraucherbonität verschlechtern sich zusehends. Gerade so genannte Monoline-Versicherer könnten weitere heftige Marktreaktionen hervorrufen.
- Kurzfristig könnten Ereignisse wie eine Stimmungswende oder eine günstigere zinspolitische Entwicklung in den USA eine vorübergehende Erleichterung im Hinblick auf die Bewertungen bringen.

### Anleihen

- Bedingt durch wachsende Rezessionsängste haben Staatsanleihen seit Jahresbeginn erhebliche Zuwächse verzeichnet. Bei fallenden Aktienmärkten standen Anleihen als „sicherer Hafen“ wieder hoch in der Anlegergunst.
- Insbesondere der Kurzfristbereich der Renditekurve verschob sich nach unten, als aggressivere Maßnahmen der Notenbanken zu Buche schlugen.
- Für die nahe Zukunft erwarten wir jedoch eine Gegenreaktion, da die Rentenmärkte bereits eine echte Rezession in den USA eingepreist haben. Die Märkte reagieren schnell auf angenehme wirtschaftliche Überraschungen und eine Erholung an den Aktienmärkten. Während der Kurzfrist-



bereich der Kurve sich eingedenk möglicher weiterer Zinssenkungen wahrscheinlich nicht so zügig erholen wird, sollte sich der Langfristbereich in Monatsfrist regenerieren.

### Währungen

- In den letzten Wochen bewegte sich das Wechselkursverhältnis zwischen Dollar und Euro sozusagen in Schlanglinien. Wir erwarten eine nur leichte Abwertung des Greenback im Laufe des nächsten Monats.
- Der Yen legte abermals erheblich gegenüber der US-Währung zu. Das gegenwärtige Niveau wird sich wohl während des nächsten Monats halten.



**GENERALI**  
Investments

Tabelle 1

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

## Überblick

Die Finanzmärkte kamen in den letzten Wochen unter gewaltigen Druck, ausgelöst durch die wachsenden Ängste, die Kreditkrise könnte die Realwirtschaft in Mitleidenschaft ziehen. Verstärkt wurden diese Sorgen noch durch die anhaltenden Verlustmeldungen vom amerikanischen Hypothekenmarkt, wonach massive Abschreibungen nötig sind. Nach unserer Einschätzung wird die allgemeine Abneigung gegenüber risikoreicheren Anlageformen noch bis auf weiteres anhalten. Bevor die Lage sich stabilisieren kann, müssen zunächst zwei Voraussetzungen erfüllt sein: Erstens ist rückhaltlose Offenheit in Bezug auf die mit Subprime-Engagements verbundenen Verluste vonnöten. Zweitens müssen sich erst einmal die Wohnimmobilienpreise in den USA wieder stabilisieren, um die grassierende Angst vor weiteren Kreditausfällen und Zwangsvollstreckungen einzudämmen. Leider wird wohl weder das eine noch das andere in der nächsten Zukunft eintreten. Nach bisher bekannt gewordenen Zahlen belaufen sich die

### Nach scharfer Korrektur Chance für kurzzeitige Erleichterungsrally

Hypothekenkreditverluste in den USA inzwischen auf rund 120 Mrd. Dollar. Dabei handelt es sich bereits um eine beträchtliche Summe. Gleichwohl ist dieser

Betrag vergleichsweise gering, wenn man bedenkt, dass sich die Gesamtverluste neuesten Schätzungen zufolge in einer Größenordnung von 200 bis 250 Mrd. Dollar bewegen werden. Die Häuserpreise werden weiter fallen, da die Zahl der Immobilien, die keine Käufer finden, dramatisch zugenommen hat. Dem S&P-Case/Shiller-Hauspreisindex zufolge sind die Häuserpreise in den USA im Jahresvergleich bereits um 7,7% gefallen. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend fortsetzt. Der Tiefpunkt wird wohl erreicht sein, wenn die Immobilienpreise im Jahresvergleich um 10 bis 15% zurückgegangen sind. Zumindest während der ersten Hälfte dieses Jahres – und unter Umständen sogar noch länger – ist mit anhaltendem Marktpessimismus zu rechnen. Marktkorrekturen erfolgen jedoch nie linear. Erfahrungsgemäß finden auch in jedem rückläufigen Markt kurzfristige Erleichterungsrallys statt. Unserer Einschätzung nach könnte eine solche Rally in den nächsten Wochen anstehen.

Tabelle 2

Anleihen	aktuell	1M.	12M.
10 J. Treasuries (USA)	3,56	3,65	4,00
10 J. Bunds (Deutschland)	3,95	4,00	4,30
10 J. JGBs (Japan)	1,38	1,45	1,70
Unternehmensanleihen	aktuell	1M.	12M.
IBOXX Corporates Non Fin Index	136	130	85
Währungen	aktuell	1M.	12M.
USD/EUR	1,46	1,48	1,40
JPY/USD	107	107	110
GBP/EUR	0,74	0,75	0,76
Aktien	aktuell	1M.	12M.
S&P 500	1331	1360	1450
DJ EURO STOXX TML	318	325	345

Aktuelle Werte = Durchschnittswerte der letzten fünf Handelstage

Drei Faktoren deuten darauf hin: Erstens haben die wirtschafts- und geldpolitischen Instanzen in den USA bereits ihre Bereitschaft zum schnellen Handeln signalisiert. Das gilt vor allem für die amerikanische Notenbank Federal Reserve (Fed). Die massive Senkung der Leitzinsen um 75 Basispunkte (Bp.) am 22. Januar hat klar gezeigt, dass Inflations Sorgen für die Fed momentan von nachrangiger Bedeutung sind. Zwar mag die Senkung im Hinblick auf Timing (bei einem überraschenden Meeting zwischen den regulären FOMC-Sitzungen) und Umfang (die größte seit 25 Jahren) fragwürdig sein. Sie hat jedoch deutlich gemacht, dass die Fed alles daran setzen wird, um die gegenwärtige Krise zu bewältigen. Weitere Maßnahmen werden zweifellos folgen. Die direkten Vorteile sind mannigfaltig: Der Markt erhält positive Impulse, die Zinshöhe für variabel verzinsliche Hypotheken wird gesenkt, und die Banken können von steileren Zinskurven profitieren.

Es ist indes nicht nur die Geldpolitik, die sich stimulierend auswirkt. Auch steuerpolitische Erleichterungen wurden in den USA bereits vorbereitet. So haben der Kongress und die Steuerverwaltung in letzter Zeit Einkommensteuernachlässe in einer Größenordnung von 100 Mrd. Dollar ausgehandelt. Das

### Wirtschaftspolitik dämpft den Abschwung

entspricht 1,1% des verfügbaren Einkommens. In den Jahren 2001 und 2003 betrug der Umfang der Steuersenkungen jeweils 38 bzw. 35 Mrd. Dollar. Aber nicht alles Geld, das bei den Steuern eingespart wird, wird auch investiert. So wurden 2001 und 2003 nur ca. ein bis zwei Drittel der ersparten Steuern ausgegeben. Angesichts verschärfter Kreditvergabe kriterien und einer ausgesprochen niedrigen Sparquote ist zu erwarten, dass sich die Ausgabenfreude auch diesmal in Grenzen halten wird. Die Verbrauchernachfrage ankurbeln wird

das Steuergeschenk allemal. Von den wirtschaftspolitischen Impulsen abgesehen, dürften aber auch die makroökonomischen Daten kurzfristig Erleichterung bringen. Insbesondere deutet einiges darauf hin, dass die Daten des US-Arbeitsmarktes infolge des ungewöhnlich milden Januarwetters besser als erwartet ausfallen werden. Auch das Ausmaß der bisherigen Kursrückgänge spielt eine wichtige Rolle. Verglichen mit seinem Höchststand im Herbst 2007 hat der S&P 500 jetzt über 15% nachgelassen. Dieser Rückgang ist insbesondere mit dem Kursrutsch von 1990/91 vergleichbar, einer Periode, die in vielerlei Hinsicht den aktuellen Entwicklungen ähnelte.

Auch an den Kreditmärkten tut sich einiges. In der Eurozone sind die Spreads von Unternehmensanleihen außerhalb des Finanzsektors auf 136 Bp. gestiegen, ein Niveau, das zuletzt während der Rezession von 2001 erreicht wurde. An den Staatsanleihemärkten sind die Renditen bereits deutlich zurückge-

gangen; die US-Zinskurve entspricht dabei einem Niveau, das normalerweise nur bei einer tiefen Rezession zu beobachten ist. Die Zinskurve der Eurozone ist bei weitem nicht so stark nach unten gerichtet. In Anbetracht der günstigeren volkswirtschaftlichen Daten und der strikt anti-inflationären Haltung der EZB scheint das auch gerechtfertigt zu sein. Bis auf weiteres erwarten wir hier keine geldpolitische Lockerung. Insgesamt sehen wir auch bei einem in den kommenden Monaten allgemein rückläufigen Markttrend die Chance für eine kurzzeitige Erleichterungsrally.

Unsere Prognosen für die nächsten zwölf Monate beruhen auf der Annahme, dass die Kreditkrise sich im Laufe des Jahres abschwächen wird. Auch wenn die Wachstumsentwicklung in 2009 eher zögerlich verlaufen wird, dürften risikoreichere Anlageformen wie Aktien und Unternehmensanleihen aufgrund günstiger Bewertungen profitieren.

## Aktien

### Wichtigste Ereignisse: Der Markt gibt nach

Ende November empfahlen wir Vorsicht bei Aktien, eine Einschätzung, die wir Mitte Dezember wiederholten. Das Risiko

#### Scharfer Rückschlag an internationalen Aktienmärkten während der letzten Wochen

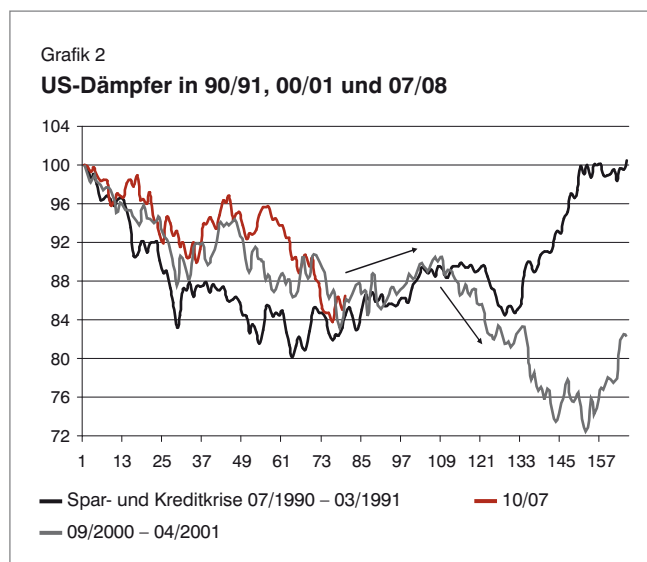
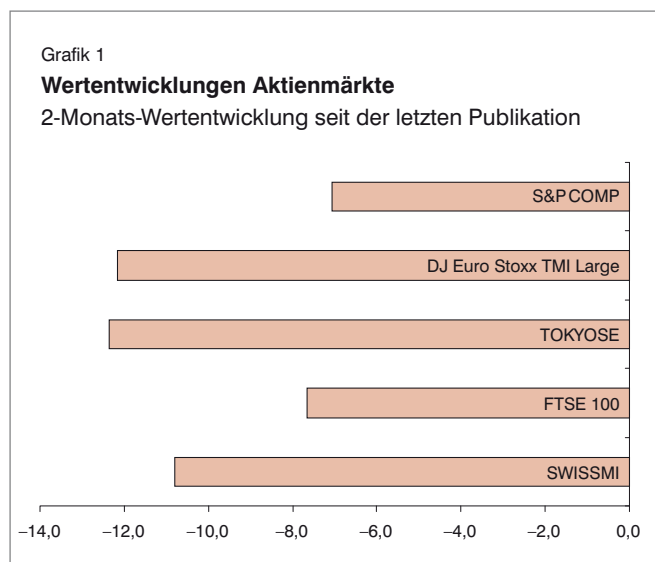
bestand in einem Kursrutsch, ausgelöst durch die Kreditkrise, fallende Häuserpreise und zunehmende Kreditausfälle, während gleichzeitig immer noch große Hoffnungen an das Gewinnwachstum geknüpft wurden. Negative

Kurzfrist-Modelle in Europa standen positiven Kurzfrist-Modellen in den USA gegenüber. Auch wenn es sich dabei nicht um unser Basiszenario handelt, kalkulierten wir durchaus mit der Möglichkeit, schlechtestenfalls einen Rückgang des S&P 500 auf 1.255 zu erleben. Seitdem sind die globalen Aktienkurse weltweit um 11% gefallen (MS World). Die europäischen Indizes fielen seit Mitte Dezember insgesamt sogar um 14%, nachdem sie vor ein paar Tagen mit -20% abschlossen. Der S&P 500-Index hat seine europäischen Pendanten über denselben Zeitraum

um nahezu 200 Bp. übertroffen. Das war sowohl auf den US-Dollar als auch die Maßnahmen der Fed zurückzuführen, infolgeder sich die relative Bewertungslücke jetzt – nach langen Jahren der relativen Überbewertung – zugunsten von US-Aktien verlagert hat. Der Emerging-Index ist seit dem 30. November um 10% gefallen und der MS-China-Index um 18%. Dabei fällt auf, dass zahlreiche Emerging-Indizes wiederum beim theoretischen Fair Value angelangt sind; damit bietet sich die Chance, das eigene Aktienportfolio stärker global zu diversifizieren.

### Der makroökonomische Rahmen

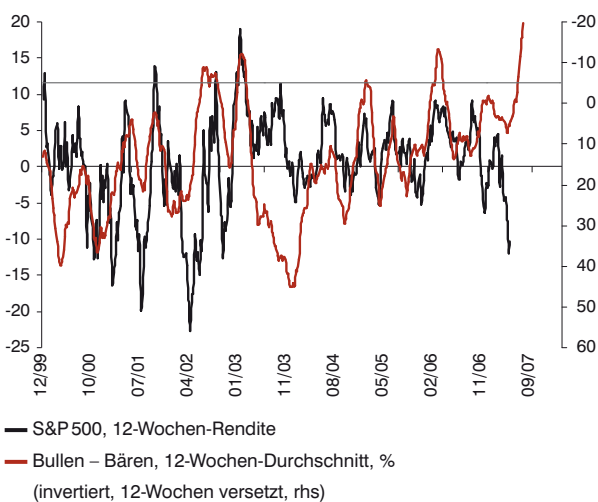
Bei den makroökonomischen Variablen zeichneten sich andere bedeutende Entwicklungen ab, die für Aktien allerdings wenig viel versprechend sind. Im Großen und Ganzen ist die Risikoaversion – und mit ihr die Volatilität an den Aktienmärkten – seit Ende November eindeutig gestiegen. Wir rechnen bis auf weiteres mit anhaltend hoher Volatilität. Die Spreads von Unternehmensanleihen legten um 30 Bp. zu. Das galt insbesondere für High Yields, die in Europa um 80 Bp. und in den USA sogar



Grafik 3

**S&P 500: Stimmung und Wertentwicklung**

Allgemeine Investoren-Stimmung



um 116 Bp. stiegen. Die von den Zentralbanken geleisteten Liquiditätseinschüsse trugen dazu bei, die Dreimonatsrenditen im Interbankenmarkt zu drücken. Nicht zuletzt trug auch die Zinssenkung durch die Fed zu dieser Entwicklung bei. Die Renditestrukturkurve verstellerte sich jedenfalls in angemessenem Umfang: So stieg die Rendite 10J minus Zins 3M in Europa und den USA um 30 bzw. 144 Bp. Da der Markt bedauerlicherweise eine negative Korrelation mit der Ausweitung der Spanne zwischen kurz- und langfristigem Bereich auf der Zinskurve aufweist, brachte dieser Trend wenig Erleichterung. In erster Linie bedingt durch den Höhenflug der Preise für Erdöl und landwirtschaftliche Produkte, stiegen Rohstoffwerte um 4%. Im Klartext heißt das, dass die Inflationsgefahr trotz rückläufiger Wachstumsentwicklung steigt. In der Folge legte auch der Goldpreis um 17% zu, während die Preise für Industrierwerte um 2% fielen, Ausdruck nachlassender Wachstumserwartungen.

**Koppelt sich Europa ab?  
... und wohin geht's mit den Emerging Markets?**

Die BIP-Prognosen und realwirtschaftlichen Daten Europas orientieren sich jetzt stärker an denen der USA als jemals zuvor. Der starke Euro und eine straffere Geldpolitik sind indes Faktoren, die sich negativ bemerkbar machen. In Spanien, Irland und

Großbritannien kommt das Immobilienrisiko hinzu. In Deutschland könnten Lohnforderungen und Spannungen in der Großen Koalition zur allgemeinen Nervosität beitragen.

**Kurzfristige Rally  
im Februar möglich**

Auch die Märkte der Schwellenländer sind mit denen der USA und Europa eng verwoben, so dass auch die Wachstumsprognosen für diese Regionen zunehmend nach unten korrigiert werden. Noch verdienen die Emerging Markets einen Bewertungsaufschlag, das Vertrauen der Anlegerschaft ist im Vergleich zu vor zwei Monaten aber schon recht angeschlagen. Die Gründe für die wirtschaftliche Power dieser Märkte überzeugen immer noch. Angesichts geringerer KGVs und realistischerer Wachstumsprognosen hat die Attraktivität der Schwellenländer sogar noch zugenommen.

**Kurzfristige Rally**

Kurzfristig könnte es durchaus zu einer positiven Kurskorrektur kommen, allerdings nur im Rahmen einer anhaltenden Basis. Die Langzeitbewertungen sind attraktiv, in einigen Fällen sogar besser als jemals zuvor. Unser Worst-Case-Szenario wurde bereits vollumfänglich eingepreist. Bei US-Werten spiegelt es sich in den schwächeren Gewinnsschätzungen für die nächsten 12 Monate (12M FWD EPS) wider, die im Vergleich zum Marktkonsens um 16% niedriger liegen (bei einem Stand des S&P 500 von 1.255 Punkten). So erklären sich auch der zusätzliche Risikozuschlag von 200 Bp. gegenüber der Langfristentwicklung und eine Zehnjahresrendite von 4,5%. Die Stimmungsbarmeter sind im Keller; gleichzeitig befinden wir uns inmitten eines von der Fed eingeleiteten zinspolitischen Lockerungsprozesses. Mittlerweile wurde auch der Bush-Plan gebilligt; sicherlich werden auch die Demokraten die Gelegenheit wahrnehmen, Maßnahmen für die unteren Einkommensklassen in das Bündel aufzunehmen. Last but not least haben einige Finanzwerte die Hälfte ihres Wertes eingebüßt, und auch viele Small Caps und Industrierwerte wurden von der Krise erheblich in Mitleidenschaft gezogen.

**Warum wir immer noch zur Vorsicht raten**

Die USA stehen am Beginn einer Phase mit nur schwachen Verbraucherausgaben, und Europa hinkt der US-Entwicklung – wirtschaftlich gesehen – immer ein paar Monate hinterher. Ab jetzt müssen wir auch in voller Höhe einen Abschlag dafür einpreisen, dass sich die Schwellenländermärkte nicht mehr im gleichen Umfang von der US-Wirtschaft abkoppeln. Die Wohnimmobilienpreise in den USA haben sich noch nicht stabilisiert,

und die Subprime-Krise greift jetzt erst allmählich auf andere Bereiche, wie Verbraucher- und Firmenkredite, über. Das wird wiederum jene Kreditderivate belasten,

**Mittelfristige  
Risiken bleiben**

die bisher von der Entwertung verschont geblieben sind. Und nicht zu vergessen: die Monoline-Versicherer. Es scheint, dass hier dringend eine Finanzspritze in Höhe von 15 Mrd. Dollar gebraucht wird. In Anbetracht des hohen Verschuldungsgrades in diesem Sektor (Eigenkapital von rund 1%) und der realen Aussicht auf eine rapide Zunahme der Versicherungsfälle (angesichts sinkender Kreditqualität) benötigen diese Gesellschaften in Zukunft weitaus mehr Kapital, um ihre Garantien zur Rückzahlung versicherter Wertpapiere erfüllen zu können. Schon jetzt zeichnen sich abermals herbe Verluste bei zahlreichen versicherten Anleihen ab (von über 2.000 Mrd. Dollar). Und schließlich: Auch unsere Kurzfrist-Modelle für Europa deuten auf Verlustrisiken hin.

**Japan**

**Starker Kursrutsch auch bei japanischen Aktien**

Die internationalen Aktienmärkte gaben in den ersten Wochen dieses Jahres massiv nach. Abschreibungen bei führenden US-Banken und schwache Konjunkturdaten in den USA lösten Ängste vor einer Rezession der amerikanischen Wirtschaft und einer drastischen Abkühlung der globalen Konjunktur aus. Der jüngste Höhenflug des Yen führte zu zusätzlichem Druck auf japanische Aktien.

## Aktienkurse preisen abkühlendes Wirtschaftsklima ein

Vor allem US-Anleger wandten sich von japanischen Aktien ab. Der Topix fiel auf seinen niedrigsten Stand seit Sommer 2005, als er kurzzeitig auf unter 1.200 Punkte abrutschte. Seinerzeit hatte der damalige Premierminister Koizumi kurzerhand allgemeine Wahlen angesetzt, um sich der Unterstützung für sein Reformprogramm zu versichern. Angelockt von den besseren Wachstumsaussichten begannen internationale Anleger nach einem Jahrzehnt der Deflation wieder, in Japan zu investieren. Diese Hoffnungen scheinen sich unterdessen zerschlagen zu haben. Der Reformprozess geht nicht mehr so recht voran, und die Inlandsnachfrage bleibt bisher träge. Die internationalen Anleger kehren Japan daher wieder den Rücken zu. Klar ist auch, dass japanische Unternehmen nicht gewillt sind, über Fusionen und Übernahmen ausländischen Investoren Zutritt zu gewähren, um so den Shareholder-Value zu erhöhen. Darauf deuten wechselseitige Beteiligungen, so genannte „Poison Pills“ und andere Maßnahmen zur Abwehr von Übernahmen hin. Ferner haben die erwartete Rezession in den USA, von der vor allem Japan mit seiner exportabhängigen Wirtschaft betroffen sein würde, und die jüngste Stärke des Yen wegen der trüben Konjunkturaussichten zu einem massiven Kursrutsch am japanischen Aktienmarkt geführt. So wurden in den letzten Monaten die Ertrags-

prognosen entsprechend nach unten angepasst. Während das Ertragswachstum bei Mid und Small Caps bereits nachgelassen hat, weisen Großunternehmen immer noch gesunde Wachstumsszahlen auf. Der aktuelle JPY/USD-Wechselkurs von 106 sollte indes zu einer weiteren Belastung führen, da große Unternehmen der verarbeitenden Industrie gemäß aktuellem Tankan-Bericht mit einem günstigeren Wechselkursniveau von 114 JPY/USD gerechnet hatten.

## Vorübergehende Wende in Sicht

Wir sind nichtsdestotrotz der Meinung, dass der jüngste Kurseinbruch um über 30% (zwischen Höchst- und Tiefststand) übertrieben war. Die Bewertungen sind – insbesondere gegenüber Staatsanleihen – wieder günstiger. Die Dividendenrendite liegt jetzt auf demselben Niveau wie die Anleiherenditen von zehnjährigen Bonds. Das war in der jüngsten Vergangenheit dreimal der Fall, jedes Mal gefolgt von einem Anstieg des Topix. Außerdem könnten uns die Daten vom US-Arbeitsmarkt noch positiv überraschen und somit die Befürchtungen im Hinblick auf die amerikanische – und damit die globale – Konjunktur etwas mildern. Eine vorübergehende Erleichterungsrally erscheint damit durchaus im Bereich des Möglichen.

## Anleihen

Die Staatsanleihemärkte weisen bereits seit Jahresbeginn einen starken Aufwärtstrend auf. Enttäuschende Konjunkturdaten aus den USA verstärkten noch die Sicht der Marktteilnehmer, dass eine Rezession in den USA unausweichlich sei. Infolgedessen wurden risikoreichere Anlagen abgestoßen, während Staatsanleihen regen Zulauf verzeichneten. Das Ausmaß dieses Trends wird deutlich, wenn man sich vor Augen hält, dass die Benchmarkrenditen im Zehnjahreslaufband in den USA in den letzten sechs Monaten um über 150 Bp. gefallen sind und in der Eurozone um rund 70 Bp.

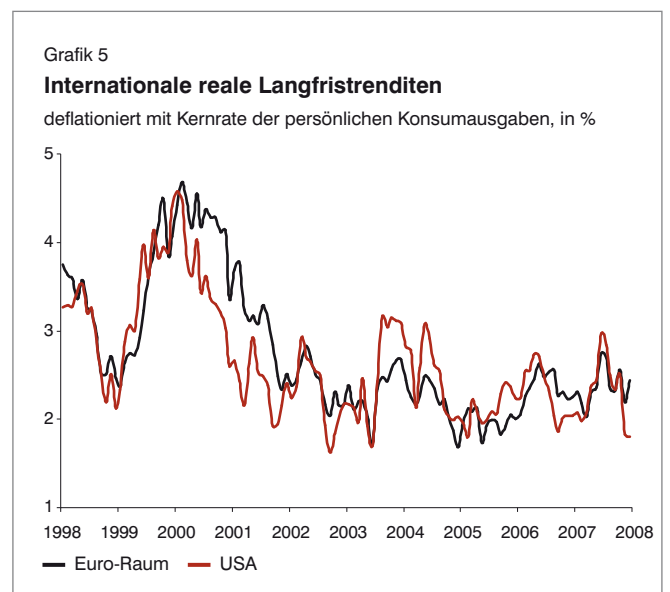
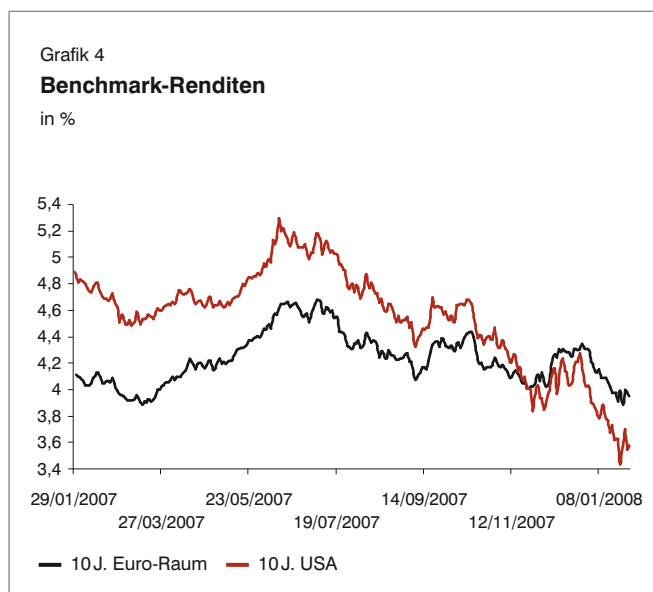
## Weitere Versteilerung der Zinskurve

In den letzten Wochen haben sich auch die Erwartungen im Hinblick auf den geldpolitischen Kurs der internationalen Zentralbanken erheblich gewandelt.

## Bondmärkte von Rezessionsängsten und fallenden Aktienmärkten getrieben

Es war vor allem die radikale Senkung um 75 Bp. im Rahmen einer außerordentlichen Fed-Sitzung, die Marktteilnehmer zur Hoffnung auf eine aggressivere zinspolitische Ausrichtung veranlasste.

In den USA verschob sich der Kurzfristbereich der Renditekurve daher nach unten, wobei die Renditen zweijähriger Anleihen



vorübergehend sogar unter die 2%-Marke fielen. Dadurch kam es zu einer weiteren Versteilerung der US-Zinsstrukturkurve. Während der Spread zwischen zweijährigen und zehnjährigen Anleihen noch vor einem Monat bei unter 100 Bp. lag, beträgt die Spanne derzeit 140 Bp. Zwar fiel die Entwicklung in der Eurozone moderater aus, aber auch hier wurden bis zu zwei Zinssenkungen bis zum Jahresende eingepreist. Entsprechend sanken die Renditen zweijähriger Anleihen, wodurch sich die Spanne zwischen zwei- und zehnjährigen Anleihen bei nahezu 50 Bp. einpendelte.

Die kurzfristigen Perspektiven für die weitere Entwicklung der Renditestrukturkurven in den USA und der Eurozone unterscheiden sich grundlegend. Wir rechnen damit, dass die Fed auch im ersten Quartal ihren aggressiven Lockerungskurs fortsetzt. Damit wären einem Nach-Oben-Tendieren der Renditen im Kurzfristbereich Grenzen gesetzt. Kurzfristig erwarten wir eine Gegenreaktion an den Rentenmärkten und damit einen moderaten Anstieg der langfristigen Renditen. Die US-Renditestrukturkurve kann sich also noch um einiges versteilern. Zumindest kurzfristig scheint in der Eurozone wenig Spielraum zu bestehen. Durch die prognostizierten Kurseinbrüche an den Märkten dürfte sich die gesamte Kurve verlagern; damit würde es zu einer nur unwesentlichen Versteilerung der Zinsstrukturkurve in der Eurozone kommen.

#### Zaghafte Hinweise auf ein Nachlassen der Spannung

Es gibt bereits Hinweise darauf, dass sich das Finanzsystem erholt. So hat die Krise am Interbankenmarkt in den letzten Wochen nachgelassen, da massive Liquiditätsspritzen vonseiten der Notenbanken der Tendenz zur Anhäufung von Barreserven entgegenwirken. Zudem hat sich auch der Markt für Asset-Backed-Commercial-Paper-Programme normalisiert. Durch die Senkung der Leitzinsen sind die Hypothekenzinsen gefallen; dies dürfte zur weiteren Stabilisierung des immer noch wackeligen Structured-Finance-Marktes beitragen. Die Maßnahmen der Fed leisten zudem einen Beitrag zur Wiederherstellung der Profitabilität des Bankensystems, da sie eine positive Zinsmarge begünstigen. Fristentransformation bietet momentan kaum Vorteile, da die Finanzierungskosten fast genauso hoch sind wie die Kreditzinssätze der Banken.

#### Kurzfristige Gegenbewegung wahrscheinlich

entgegenwirken. Zudem hat sich auch der Markt für Asset-Backed-Commercial-Paper-Programme normalisiert. Durch die Senkung der Leitzinsen sind die Hypothekenzinsen gefallen; dies dürfte zur weiteren Stabilisierung des immer noch wackeligen Structured-Finance-Marktes beitragen.

Die Kreditängste halten sich dennoch hartnäckig in vielen Bereichen. Weitere Abschreibungen von Finanzwerten sowie die Probleme der amerikanischen Monoline-Versicherer haben zu einer erheblichen Ausweitung der Spreads geführt. Damit haben sich die finanziellen Bedingungen in den letzten Wochen nicht wesentlich gebessert, und es wird noch einige Zeit dauern, bis sich nachhaltige Verbesserungen durchgesetzt haben.

#### Kurzfristiger Kursrutsch wahrscheinlich

Vor allem die US-Rentenmärkte haben bereits eine leichte Rezession eingepreist. Die Inflationserwartungen sind zurückgegangen und die Effektivrenditen bewegen sich im negativen Bereich. Auch wenn die Nominalrenditen in den USA von der Kerninflation aufgezehrt werden, so liegen sowohl der Fed-Tagesgeldsatz als auch die langfristigen Renditen weit unter dem Langzeitdurchschnitt. Die Langfristrenditen können kaum noch weiter fallen. Im Vergleich zu den Aktienmärkten erscheinen die Rentenmärkte zudem überbewertet. Insbesondere der US-Rentenmarkt erscheint teuer. Der genaue Zeitpunkt lässt sich zwar nur schwerlich voraussagen, aber die Märkte werden sich in nächster Zukunft wohl auf einen Preisrutsch einstellen müssen. Wir gehen davon aus, dass sich die Langfristrenditen erholen werden, ein Trend, der von den USA ausgehen wird. Dort wird diese Entwicklung auch weitaus ausgeprägter sein: Die Benchmark-Renditen zehnjähriger US-Anleihen sollen innerhalb eines Monats auf 3,65% steigen. Die Renditen der europäischen Pendants könnten sogar 4,00% erreichen. Bis auf weiteres bleiben die Märkte aber volatil. Anleger sollten sich daher auf eine Berg- und Talfahrt in den kommenden Wochen einstellen.

Mittelfristig rechnen wir mit einem weiteren Anstieg der Langfristrenditen. Über einen Zeithorizont von 12 Monaten werden sich die Finanzmärkte voraussichtlich beruhigt haben und in den USA sollte sich ein Licht am Ende des Tunnels abzeichnen. Dadurch dürfte sich der Langfristbereich der Kurve stärker seinem Fair Value annähern. Insgesamt sollte die Benchmark-Rendite zehnjähriger Anleihen in den USA auf 4,00% steigen und in der Eurozone sogar auf 4,30%. Mit einem gleichmäßigen Anstieg der Renditen in den nächsten Monaten ist allerdings nicht zu rechnen. Negative Meldungen aus dem Finanzsektor bzw. enttäuschende Wirtschaftsdaten werden die durch Marktvolatilität geprägte Phase noch verlängern.

## Währungen

Nachdem der Wechselkurs zwischen US-Dollar und Euro Ende November 2007 auf einen Tiefstand von 1,48 gefallen war, wurde der Abwärtstrend des Dollar von einer Periode hoher Volatilität abgelöst. Die US-Währung wurde in einer Range von 1,43 bis 1,49 USD/EUR gehandelt und lag damit sogar unter dem Niveau von rund 1,44 USD/EUR, auf das sie sich in letzter Zeit eingependelt hatte. Die Schwäche des US-Dollar beruht auf der Erwartung, dass die USA auf dem Weg in eine Rezession sind. Das wird die Fed wiederum zu einer weiteren Senkung der Leitzinsen veranlassen, wodurch sich das Kurzfristzinsgefälle zwischen den USA und der Eurozone erweitern wird. Auch das Langfristzinsgefälle spricht – wenn auch weniger eindringlich – für den Euro. Die Differenz bei den Kerninflationssraten ist hinge-

gen gering und wird daher wohl keine wesentlichen Auswirkungen auf die Entwicklung des Wechselkurses haben.

Bisher hat die von der Fed gezogene geldpolitische Notbremse – soll heißen: die Senkung des Tagesgeldsatzes um 75 Bp. – nur zu einer geringfügigen Abwertung des Dollar geführt. Zudem haben Spekulationen gegen den Dollar seit ihrem Höhepunkt im letzten Mai erheblich nachgelassen, bewegen sich aber noch im positiven Bereich. Überdies kam es im letzten November zu einer Trendwende bei den Nettokapitalabflüssen. Das könnte ein Signal dafür sein, dass sich die Erwartungen im Hinblick auf die weitere Entwicklung der US-Wirtschaft im Vergleich zur Eurozone nicht weiter verschlechtern. Der Leitzins

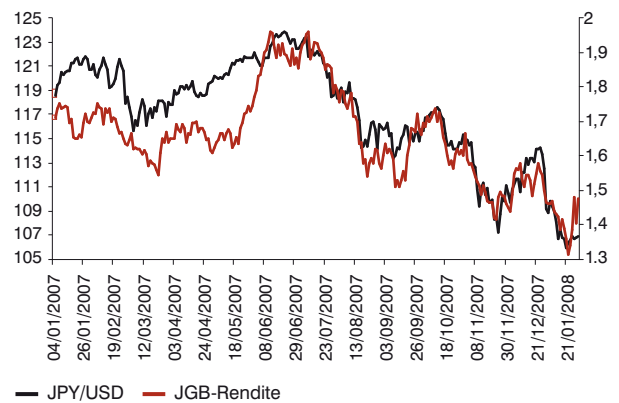
Grafik 6

**USD/EUR Wechselkurs**



Grafik 7

**JPY/USD und 10-Jahres-JGB-Rendite**



wurde bereits gesenkt, und mit einer weiteren Lockerung ist zu rechnen. Hinzu kommt ein Programm steuerpolitischer Erleichterungen. Auch das US-Handelsbilanzdefizit bessert sich allmählich. Die Märkte scheinen sich zudem mit den – düsteren – Wachstumsperspektiven der USA abgefunden zu haben. Andererseits wird aber auch die Eurozone

**Nur leichte Abwertung des US-Dollar erwartet**

wohl kaum ungeschoren aus der Subprime-Krise hervorgehen. Im zweiten Quartal ist daher mit einer Senkung der Leitzinsen durch die EZB zu rechnen. Da sich sowohl die Aktienmärkte als auch die langfristigen Anleiherenditen bereits erheblich weiter entwickelt haben, erwarten wir im Verlauf eines Monats eine gewisse Erleichterung an diesen Märkten. So dürfte der Dollar im Laufe des nächsten Monats nur geringfügig an Boden verlieren und auf ein Wechselkursverhältnis von 1,48 USD/EUR sinken. Die hohe Korrelation zwischen dem Dollar/Yen-Wechselkursverhältnis und den Renditen zehnjähriger japanischer Staatsanleihen hat sich nach der letzten Zinssenkung etwas gelockert. Diese Senkung führte damit auch zu einer Entlastung des japanischen Aktienmarktes und einer rückläufigen Nachfrage nach japanischen Staatsanleihen. Wir rechnen damit, dass die Aktienmärkte auf kurze Sicht jedenfalls lebhaft tendieren werden. Dadurch besteht auch keine so große Notwendigkeit zur weiteren Auflösung von Carry Trades und sonstigen Kapitalabflüssen der Vergangenheit, während das Wechselkursverhältnis Yen/Dollar seitwärts tendiert.

**Autoren:**

**Überblick : Klaus Wiener, Ph. D.**

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.general.com

**Aktien Japan: Dr. Markus Irgartinger**

Tel.: + 49 221/1636-349  
E-mail: markus.irgartinger@geninvest.de

**Renten: Dr. Florian Späte**

Tel.: + 49 221/1636-367  
E-mail: florian.spaeete@geninvest.de

**Währungen: Dr. Christoph Siepmann**

Tel.: + 49 221/1636-346  
E-mail: christoph.siepmann@geninvest.de

Tabelle 3

**Entwicklung der Renten, Wechselkurse und Rohstoffe**

	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE* 2007
Stand:	31.01.2008				
<b>3-Monats-Geldmarktsatz</b>					
US 3M Libor	3,11	4,70	4,89	5,36	4,70
EUR Eonia	4,19	3,92	4,13	3,59	3,92
EUR 1M Libor	4,19	4,28	4,16	3,61	4,28
EUR 3M Libor	4,38	4,68	4,60	3,78	4,68
JPN 3M Libor	0,87	0,90	0,90	0,52	0,90
UK 3M Libor	5,58	5,99	6,28	5,59	5,99
SWI 3M Libor	2,65	2,76	2,75	2,19	2,76
<b>Renten</b>					
2J. Treasuries	2,17	3,07	3,93	4,94	3,07
5J. Treasuries	2,82	3,46	4,16	4,82	3,46
10J. Treasuries	3,64	4,03	4,47	4,83	4,03
2J. Bunds	3,41	3,96	4,05	3,95	3,96
5J. Bunds	3,54	4,12	4,13	4,02	4,12
10J. Bunds	3,92	4,33	4,24	4,09	4,33
2J. JGBs	0,54	0,71	0,78	0,72	0,71
5J. JGBs	0,88	1,01	1,09	1,18	1,01
10J. JGBs	1,43	1,50	1,61	1,70	1,50
2J. Gilts	4,27	4,35	5,15	5,44	4,35
5J. Gilts	4,30	4,46	5,00	5,32	4,46
10J. Gilts	4,47	4,50	4,92	4,97	4,50
2J. Bonds SWI	1,90	2,20	2,47	2,57	2,20
5J. Bonds SWI	2,49	2,73	2,68	2,60	2,73
10J. Bonds SWI	2,81	2,97	2,92	2,61	2,97
<b>10J. Swap Spreads</b>					
USA	63	64	64	53	64
EUR	44	39	43	23	39
<b>Euro Unternehmensanleihen Spreads</b>					
JPM Credit Industrials	149	129	96	66	129
<b>Emerging-Markets-Anleihen Spreads</b>					
EMBI Latein Amerika	309	275	210	183	275
EMBI Asien	248	214	167	130	214
Euro EMBI Europa	84	73	58	47	73
<b>Währungen</b>					
USD/EUR	1,48	1,46	1,45	1,30	1,46
JPY/USD	106	112	115	121	112
GBP/EUR	0,74	0,73	0,70	0,66	0,73
CHF/EUR	1,61	1,66	1,68	1,62	1,66
<b>Rohstoffe</b>					
Gold \$/Oz	923	836	791	653	836
Crude Oil Brent \$/Barrel	92	94	90	57	94

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

Tabelle 4

**Entwicklung der Aktienmärkte**

Aktien	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE*
Stand:	31.01.2008				
<b>Welt</b>					
MSCI World	1036	-8,5%	-13,3%	-7,5%	-8,5%
<b>USA</b>					
S&P 500	1379	-6,1%	-11,0%	-4,2%	-6,1%
Dow Jones	12650	-4,6%	-9,2%	0,2%	-4,6%
Nasdaq	2390	-9,9%	-16,4%	-3,0%	-9,9%
<b>Europa</b>					
DJ Euro Stoxx TMI Large	324	-13,1%	-16,2%	-9,6%	-13,1%
DJ Euro Stoxx 50	3793	-13,8%	-15,5%	-9,2%	-13,8%
MSCI EMU	212	-13,0%	-16,5%	-10,2%	-13,0%
DJ Stoxx 600	322	-11,6%	-17,1%	-13,6%	-11,6%
DJ Stoxx 50	3241	-12,0%	-16,6%	-13,8%	-12,0%
MSCI Europe	1366	-11,5%	-15,4%	-9,9%	-11,5%
CAC40	4870	-13,3%	-16,7%	-13,2%	-13,3%
DAX30	6852	-15,1%	-14,6%	0,9%	-15,1%
MIB30	34482	-11,3%	-15,8%	-18,2%	-11,3%
FTSE100	5880	-8,9%	-12,5%	-5,2%	-8,9%
SMI	7670	-9,6%	-15,0%	-16,0%	-9,6%
<b>Japan</b>					
Topix	1346	-8,8%	-16,9%	-21,8%	-8,8%
<b>Asia ex Japan</b>					
MSCI AC Asia ex Jp	592	-14,2%	-21,1%	16,5%	-14,2%

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

Tabelle 5

**Entwicklung der Aktiensektoren**

Europäische MSCI Sektoren	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE*
Stand:	31.01.2008				
<b>Grundstoffe</b>	245	-8,9%	-10,3%	14,3%	-8,9%
<b>Energie</b>	166	-13,9%	-13,5%	-0,1%	-13,9
Öl & Gas	165	-13,6%	-12,6%	0,8%	-13,6%
<b>Industriegüter</b>	159	-15,0%	-19,0%	-10,4%	-15,0%
<b>Gebrauchsgüter</b>	89	-13,6%	-23,4%	-15,0%	-13,6%
Automobile	103	-15,0%	-29,6%	15,4%	-15,0%
Medien	73	-10,7%	-14,4%	-16,3%	-10,7%
Handel	93	-14,2%	-28,5%	-27,3%	-14,2%
<b>Verbrauchsgüter</b>	137	-9,9%	-9,0%	4,0%	-9,9%
Nahrungsmittel/Kosmetik Einzelhandel	93	-10,2%	-12,7%	3,7%	-10,2%
Nahrungsmittelproduktion	128	-9,6%	-7,6%	2,9%	-9,6%
Haushaltswaren	242	-13,2%	-8,2%	-2,0%	-13,2%
<b>Gesundheit</b>	96	-7,1%	-7,4%	-16,2%	-7,1%
Pharma	90	-7,1%	-7,1%	-16,9%	-7,1%
<b>Telekommunikation</b>	85	-7,6%	-10,1%	6,1%	-7,6%
<b>Versorger</b>	170	-10,1%	-8,1%	6,9%	-10,1%
<b>Finanzen</b>	100	-12,8%	-20,5%	-25,7%	-12,8%
Bank	117,8	-13,4%	-21%	-26,3%	-13,4%
Finanzdienstleister	94	-16,4%	-23,0%	-25,4%	-16,4%
Versicherungen	58,8	-11,8%	-19,5%	-19,2%	-11,8%
<b>Informationstechnologie</b>	68	-9,5%	-17,6%	-10,1%	-9,5%
IT-Services	15,0	-11,5%	-21,8%	-27,4%	-11,5%
Software	77,6	-8,0%	-12,6%	-7,5%	-8,0%
Kommunikations-ausrüstung	87,1	-8,4%	-16,3%	-2,6%	-8,4%
Computer und Peripheriegeräte	55,4	-21,3%	-21,4%	-11,5%	-21,3%
Halbleiterausrüstung	96,7	-15,7%	-28,3%	-29,5%	-15,7%

Quelle: Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen

\* JE = Jahresende (oder Ultimo)

**Impressum****Leiter Research:**

Klaus Wiener, Ph. D. (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 Irgartinger (Tel.: +49 221/1636-349)  
dott. Michele Morganti (Tel.: +39 040/671-599)  
Vladimir Oleinikov (Tel.: +49 221/1636-317)

Dr. Christoph Siepman (Tel.: +49 221/1636-342)

Dr. Florian Späte, CIA (Tel.: +49 221/1636-367)

Dr. Martin Wolburg (Tel.: +49 221/1636-346)

Dr. Thorsten Runde (Tel.: +49 221/1636-364)

Frank Ruppel (Tel.: +49 221/1636-347)

**E-Mails Deutschland:**

vorname.nachname@geninvest.de

**E-Mails Italien:**

vorname.nachname@am.generalinvest.com

**Editor:**

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

**Herausgeber:**

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

**Redaktionsschluss:**

30. Januar 2008

**Quellen der Grafiken und Tabellen:**

Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen.

Generali Investments, Köln/Triest 2008 · 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