

Markttrends

Zusammenfassung

Überblick

- In den vergangenen vier Wochen hat die Kreditkrise einen neuen Höhepunkt erreicht. In der Folge rutschten die Aktienkurse, während die Credit Spreads sich auf ihren höchsten Stand aller Zeiten ausweiteten.
- Gegen Ende des Monats zeichnete sich eine zaghafte Aufwärtsbewegung an den Märkten ab. Angesichts der massiven staatlichen Maßnahmen zur Stabilisierung der Lage könnten sich die Märkte im November noch leicht erholen.
- Gleichwohl ist die Situation weiterhin prekär. Die Banken werden aller Wahrscheinlichkeit nach weitere Verluste einfahren, während die wichtigsten Volkswirtschaften in eine Rezession abrutschen.
- Vor diesem Hintergrund empfehlen wir, die gegenwärtige Situation als Chance für kluge Handelsentscheidungen zu begreifen. Erholungsphasen können zur Reduzierung und Schwächephase zum Ausbau der Engagements genutzt werden. Wir haben unsere Asset-Allokation auf neutral angepasst.

Aktien

- Nach dem jüngsten Kurssturz preisen die Aktienmärkte das Kreditrisiko jetzt realistischer ein; die Bewertungslücke ist relativ ausgeprägt.
- Der November könnte eine gewisse Lockerung bei Aktien bringen; hier sind positive Renditen durchaus im Bereich des Möglichen. Dazu sollten unter anderem die Positivmeldungen aus Politik und geldwirtschaftlicher Steuerung sowie die Präsidentschaftswahlen beitragen. Damit handelt es sich jedoch nur um eine äußerst kurzfristige Einschätzung.
- Wenn bei den aktuellen Kursen der implizierte Rückgang der Erträge bereits beträchtlich ist, muss man damit rechnen, dass die Ertragskorrekturen ab jetzt außerordentlich negativ ausfallen werden. Noch besteht eine erhebliche Diskrepanz zwischen den Konsenserwartungen und unserer Prognose.

Anleihen

- Betrachtet man die Langfristrenditen der Benchmark, könnte man meinen, dass der Oktober recht ruhig verlaufen sei. Von den eher moderaten Bewegungen der langfristigen Renditen abgesehen, gab es jedoch an mehreren Märkten deutliche



- Verzerrungen sowie eine klare Verlagerung der Markttreiber.
- In den kommenden Wochen erwarten wir einen Rückgang der Renditen in allen Laufzeitbändern. Auch wenn sich risikoreiche Anlageformen nach dem Einbruch im Oktober stabilisieren sollten, sind das derzeitige Umfeld und der nachlassende Inflationsdruck für die globalen Staatsanleihemärkte günstig.
 - Wir bleiben daher im Langfristbereich der Kurve positioniert. Nach unserem Dafürhalten ist die längere Duration auch dann angemessen, wenn die Renditestrukturkurve des Euro-Raums sich weiter versteilern sollte.
 - Ab dieser „Markttrends“-Ausgabe werden wir regelmäßig unsere Handlungsempfehlungen erläutern. Im Oktober schlossen wir unsere Long-Position in Dreimonats-Euribor-Futures und beendeten die Übergewichtung von lang laufenden Bundesanleihen gegenüber US-Staatsanleihen. Zudem engagieren wir uns erneut bei Euro-Steepenern.

Währungen

- Im Oktober legte der Greenback um 18 Cent gegenüber dem Euro zu. In der näheren Zukunft sollten sich die Märkte allerdings wieder ein wenig beruhigen, so dass der Euro erneut an Boden gewinnen kann.
- Im Laufe des Oktobers erstarkte der Yen kontinuierlich gegenüber dem US-Dollar, um sich dann in jüngster Zeit wieder abzuschwächen. Da die Märkte sich voraussichtlich etwas beruhigen werden, dürfte der Yen weiter an Wert verlieren. Eine währungspolitische Intervention wäre damit hinfällig.



Tabelle 1

	BIP - Wachstum			Inflationsrate		
	2007	2008f	2009f	2007	2008f	2009f
US	2,0	1,5	-0,1	2,9	4,3	1,8
Euro-Raum	2,6	1,2	0,0	2,1	3,4	2,0
Japan	2,0	0,6	-0,2	0,1	1,5	0,4
UK	3,0	0,9	-0,9	2,3	3,8	2,6
Welt	4,6	3,5	2,5	2,6	4,3	2,6

Tabelle 2

Anleihen	aktuell	1M.	12M.
10J. Treasuries (USA)	3,73	3,60	3,60
10J. Bunds (Deutschland)	3,77	3,70	3,80
10J. JGBs (Japan)	1,50	1,45	1,50
Unternehmensanleihen	aktuell	1M.	12M.
IBOXX Corporates Non Fin Index	353	345	260
Währungen	aktuell	1M.	12M.
USD/EUR	1,28	1,30	1,35
JPY/USD	96	100	110
GBP/EUR	0,80	0,81	0,78
Aktien	aktuell	1M.	12M.
S&P500	901	920	1050
MSCI EMU	72	74	85

Aktuelle Werte = Durchschnittswerte der letzten fünf Handelstage

Überblick

Im Oktober erreichte die Kreditkrise einen neuen Höhepunkt, als die Ängste vor einer regelrechten Implosion des Finanzsystems dramatisch zunahm. In der Folge stürzten die Kurse ins Bodenlose ab: Innerhalb von nur vier Wochen verloren Aktien rund ein Viertel ihres Wertes! Gleichzeitig stiegen die Credit Spreads auf ihren höchsten Stand aller Zeiten. Die Spreads von Investment-Grade-Titeln haben sich mittlerweile so stark ausgeweitet, dass sich die implizierten Ausfallraten auf einem bisher noch nie dagewesenen Niveau bewegen. Die einzige Anlageform, die sich dem Sog bislang widersetzt, sind lang laufende US-Schatzanleihen. Hier sind noch attraktive Renditen zu erzielen. Im Zehnjahressegment findet derzeit – trotz fallender Aktienkurse – eine Seitwärtsbewegung der Renditen statt. Für diese relative Widerstandsfähigkeit gibt es wahrscheinlich zwei Gründe: Schuldtitlemissionen werden von den Märkten mit wachsender Sorge betrachtet, während bei schrumpfenden Leistungsbilanzüberschüssen in Asien weniger Dollar in US-Schatzanleihen zurückfließen.

Angesichts der eskalierenden Krise ergriffen Regierungen weltweit drastische Maßnahmen, um eine Implosion des Finanzsystems abzuwenden. Grundlegende Regelungen, die normalerweise erst im Wege eines langwierigen Gesetzgebungsverfahrens Geltung erlangen, wurden jetzt binnen weniger Tage oder Wochen umgesetzt. Zwar variieren die Maßnahmen der Länder im Einzelnen. Gemein ist ihnen jedoch, dass sie auf die Rekapitalisierung des Banksystems abzielen, staatliche Garantien für Interbankkredite bieten und die Bankbilanzen von „faulen“ Wertpapieren entlasten. Mal davon abgesehen, dass Europa imstande war, konzertiert und entschieden zu handeln (was einige Marktteilnehmer zuvor bezweifelt hatten), bewerten wir diese drastischen staatlichen Maßnahmen als uneingeschränkt positiv. Ohne diese Unterstüt-

Erneute Verschärfung der Kreditkrise im Oktober

zung wäre das globale Finanzsystem unter Umständen völlig zum Erliegen gekommen. Hervorzuheben ist dabei, dass auch die Zentralbanken entschlossen handeln. Das gilt vor allem für die US-Notenbank Federal Reserve („Fed“), die nicht weniger als sieben Rettungspakete geschnürt hat, um Liquidität in den Markt zu schießen. Zudem hat die Fed den Leitzins auf 1 % gesenkt, den tiefsten Stand seit 50 Jahren. Dadurch hat sich die Fed-Bilanz explosionsartig ausgeweitet. Mit einem Volumen von 1,8 Billionen US-Dollar ist die Fed-Bilanz auf knapp 13 % des BIP angewachsen, das ist doppelt so viel wie noch vor zwei Monaten. Im Euro-Raum ist die EZB ihrerseits aktiv geworden. So hat die europäische Notenbank nicht nur massiv Liquidität in die Märkte gepumpt, sondern auch den Leitzins um 50 Bp. gesenkt. Andererseits wurde mit dieser Maßnahme lediglich die Zinsanhebung vom Juni wieder wettgemacht. Insofern besteht allerhand Spielraum für weitere Senkungen, die von EZB-Präsident Trichet unlängst so gut wie „angekündigt“ wurden. Angeheizt von den Maßnahmen staatlicher Entscheidungsträger zeichnete sich Ende Oktober bereits wieder eine zaghafte Erholung an den Märkten ab. So gingen die Spreads im Interbankenmarkt – wenn auch auf hohem Niveau – etwas zurück, und die Aktienmärkte zogen deutlich an. Am 28. Oktober verbuchte der Dow Jones einen der stärksten Anstiege in seiner über hundertjährigen Geschichte.

Trotz der etwas freundlicheren Aussichten ist es indes unwahrscheinlich, dass die Aufwärtsbewegung der letzten Tage den

Hinweise auf eine Erholung signalisieren noch keinen nachhaltigen Bullenmarkt

Beginn eines anhaltenden Bullenmarktes markiert. Die staatlichen Maßnahmen haben zwar die systemischen Risiken der Finanzmärkte verringert, damit ist die Krise aber noch nicht ausgestanden. Vor allem die wichtigsten westlichen Volkswirtschaften werden noch bis weit ins nächste Jahr in einer Rezession

verharren. Aber auch dann dürfte der Aufschwung eher blutleer verlaufen, da die Banken sich mit der Kreditvergabe zurückhalten werden und der Schuldenabbau bei weitem nicht abgeschlossen ist. Zudem bedeuten steigende Arbeitslosenraten, dass die Banken in ihrem traditionellen Kreditgeschäft Verluste hinnehmen müssen. Vor diesem Hintergrund empfehlen wir, das zu erwartende Auf und Ab an den Märkten als Kaufgelegenheit zu nutzen. Nach unserer Einschätzung wird der Markt im November vom Motto „buy on dips/sell on strength“ (soll heißen:

bei Schwäche kaufen, bei Stärke verkaufen) geprägt sein. Wir haben daher unsere Asset-Allokation von der im letzten Monat bestehenden Untergewichtung auf neutral angepasst. Auf längere Sicht sollten die Märkte wieder anziehen, wenn die Sorgen um einen möglichen Zusammenbruch des Finanzsystems sich erst einmal gelegt haben. Nach unserer Einschätzung dürften sich die Langfristrenditen vor dem Hintergrund sinkender Produktion, fallender Inflationsraten und sinkender Zinsen auf relativ niedrigem Niveau einpendeln.

Aktien

Aktienrenditen

Im Oktober erlebten wir einen der bisher katastrophalsten Bärenmärkte. Was die Ereignisse und politischen Entscheidungen des letzten Monats betrifft, könnte man meinen, dass zwei Jahre vergangen seien. Der MSCI World Index und der MSCI Emerging Market Index fielen um 20 % bzw. 35 %. Am besten schnitten defensive Sektoren ab, während der Finanzsektor nach ein paar Monaten der relativen Outperformance wiederum massiv einbrach (Banken und Versicherungen: minus 30 %, diversifizierte Finanzdienstleistungen: minus 40 %). Vor allem Banken mussten im Vergleich zum Markt ihren bisher schlechtesten Ertragstrend hinnehmen.

Weltweit massiver Kursrutsch an den Aktienmärkten im Oktober

Index und der MSCI Emerging Market Index fielen um 20 % bzw. 35 %. Am besten schnitten defensive Sektoren ab, während der Finanzsektor nach ein paar Monaten der relativen

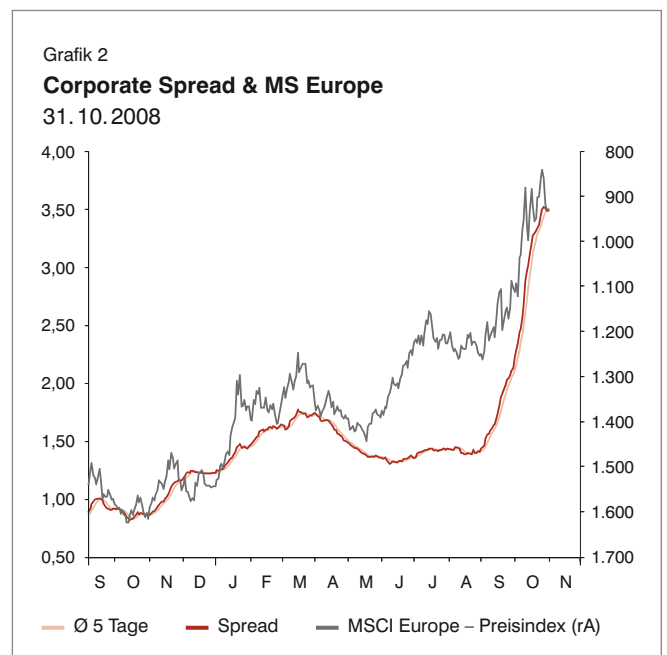
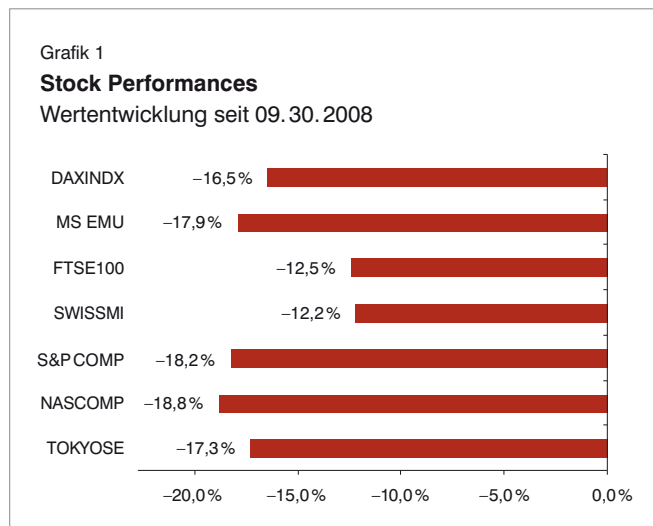
Vier Faktoren bestimmen die Marktentwicklung

1) Abbau der Fremdverschuldung und Zwangsverkäufe bei Hedgefonds; 2) extreme Risikoscheu gegenüber Rohstoffen sowie Kapitalanlagen und Währungen aus Schwellenländern; 3) parallele Finanzkrise in der Wirtschaft (Unternehmen innerhalb und außerhalb des Finanzsektors) sowie in den Ländern der Emerging Markets; 4) Konjunkturabschwung. Zwar hat es den Anschein, dass sich dieses Bombardement kaum bewältigen lässt. Dennoch haben die politischen Instanzen innerhalb eines einzigen Monats größte Anstrengungen unternommen: Verabschiedung des Hilfsprogramms für problembehaftete Aktiva („Troubled Asset Relief Program“, TARP), die gelungene Ausweitung des TARP auf andere Problemfelder, weltweit ent-

schlossene staatliche Intervention zur Stützung der Banken auf verschiedenen Ebenen, Zinssenkungen plus Liquiditätsspritzen sowie internationale Hilfe für Schwellenländervolkswirtschaften. Mittlerweile sinkt auch der LIBOR, und die Fed konnte den Commercial-Paper-Markt in den letzten Tagen erneut beleben.

Zweite Phase: Von der Rettung der Banken zur Hilfe für die Realwirtschaft

Mit Hilfe der jüngsten staatlichen Maßnahmen konnte die Gefahr einer Implosion des Bankensektors deutlich verringert werden. Aber bis die allfälligen Insolvenzen sich bemerkbar machen, muss das Vertrauen in die Märkte noch weiter gestärkt werden. Dazu sind weitere Kapitalspritzen erforderlich. Andernfalls würde es infolge notleidender Kredite zu einem Zusammenbruch des Finanzsystems kommen. In der zweiten Phase werden sich die Regierungen um Unterstützung der Privathaushalte, Unternehmen und des Wohnimmobilienmarktes in den USA, also der Realwirtschaft, bemühen. Zu diesem Zweck arbeitet man in den USA bereits an einem Rettungspaket im Werte von 600 Milliarden Dollar, das über Garantien Zwangsvollstreckungen gegen Hypothekenschuldner abwenden soll. Gerade durch eine solche Maßnahme würde das Marktrisiko erheblich reduziert.



Zwar wird ein solches Rettungspaket der US-Konjunktur nicht aus der Rezession helfen, aber es dürfte dazu beitragen, den freien Fall der Immobilienpreise zu stoppen. Dabei muss man bedenken, dass zahlreiche Kreditinstrumente über Immobilien gesichert sind.

Immer noch Druck von den Kreditmärkten

Die Auswirkungen der CDO-Misere sind immer noch deutlich spürbar. Hinzu kommt zunehmender Druck durch leistungsge- störte Verbraucherkredite (vor allem in den USA). Infolgedessen liegen die Itraxx-Indizes nur geringfügig unter ihren jüngsten Höchstständen. Auch Unternehmen begeben neue Papiere. Diese Entwicklung wird sich noch verstärken, wenn der Risiko- appetit der Anleger in Zukunft wieder steigt. Dadurch bleiben die Spreads von Unternehmensanleihen im Nichtfinanzsektor auf hohem Niveau (Kassamarkt). Für eine längerfristige und konstruktivere Marktorientierung der Anlegerschaft ist dies durchaus ein Hindernis.

Ertragsentwicklung

Wir haben bereits dargestellt, wie stark die Ertragsentwicklung in einer Rezession einbrechen kann: 40 % (12M FWD EPS von 1990 bis 1994). Anfang September betrug unsere EPS- Prognose für den MSCI EMU noch 10,5. Das entspricht einem

Rückgang von 34 % seit dem letzten Höchststand von 15,99. Dies entsprach nahezu dem Rückgang von 1990 bis 1994. Seitdem ist eine Menge passiert. Unter anderem haben wir unsere Prognosen für das BIP-Wachstum

Weitere Abwärts- korrekturen der Ertragserwartungen belasten Aktien langfristig

im Euro-Raum für den Zeitraum 2008/2009 um fast 1,2 Prozent- punkte herabgestuft. Unsere aktuelle EPS-Prognose liegt jetzt bei ca. 9,5.

Kurzfristige Positivfaktoren

Bei einem Stand von 1.000 preist der S&P bereits einen Aktien- kurs von USD 61,00 ein. Das entspricht einem Verlust von 34 % seit dem Höchststand von USD 93,00. Zum Vergleich: Seit 1980 stellten Rückgänge von 20 bis 25 % die gravierendsten Verluste dar. Unsere Prognosen legen einen risikofreien Zins von 3,8 % zugrunde, wobei der Risikozuschlag 150 Bp. über dem Lang- zeitdurchschnitt liegt.

Zwar befindet sich die Bewertungslücke noch im positiven Bereich. Da die Märkte allerdings seit Ende Oktober gut 10 % zugelegt haben, waren hier gegenüber dem Vormonat Abstriche nötig.

Nach dem Kurseinbruch im Oktober entspricht die Entwick- lung an den Aktienmärkten nun stärker dem hohen Niveau der Credit Spreads. Zugleich erleben wir eine neue Phase von Zinssenkungen und steuerpolitischer Anreize. Zudem stehen bei den geplanten internationalen Treffen im November wichtige Entscheidungen an. Nicht zuletzt wurde in diesem Monat in den USA ein neuer Präsident gewählt. Das 600-Milliarden-Dollar- Paket ist eine weitere angenehme Überraschung.

Tabelle 3

MS Europe; Gewinn per Aktie 30.10.08			
	2008/7	2009/8	2010/9
MSCI Eurp Auto & Comp IG	- 6 %	- 10 %	14 %
MSCI Eurp Banks IG	- 21 %	7 %	10 %
MSCI Eurp Cap Gds	8 %	8 %	9 %
MSCI Eurp Coml Svs/SupG	5 %	12 %	13 %
MSCI Eurp Cons Dur/App	- 6 %	7 %	10 %
MSCI Eurp Div Fin IG	- 72 %	239 %	13 %
MSCI Eurp Energy IG	24 %	- 6 %	5 %
MSCI Eurp Fd/Bev/Tob	6 %	10 %	11 %
MSCI Eurp Fd/Drug RtlG	5 %	9 %	11 %
MSCI Eurp H/C Eq/Svs	8 %	16 %	14 %
MSCI Eurp H/H Pers Prd	11 %	10 %	8 %
MSCI EurpHt/Rest/LeisG	7 %	4 %	10 %
MSCI Eurp Insurance IG	- 20 %	15 %	8 %
MSCI Eurp Materials IG	25 %	3 %	7 %
MSCI Eurp Media IG	1 %	8 %	9 %
MSCI Eurp Pharm/Biotec	13 %	9 %	8 %
MSCI Eurp Real Estage IG	18 %	8 %	- 9 %
MSCI Eurp Retailing	- 11 %	3 %	9 %
MSCI Eurp S/W & SVS	15 %	10 %	11 %
MSCI Eurp Semi IG	- 144 %	- 362 %	50 %
MSCI Eurp T/Cm Svs IG	4 %	8 %	8 %
MSCI Eurp Tch H/W/Eq	4 %	7 %	11 %
MSCI Eurp Transpt	- 8 %	5 %	16 %
MSCI Eurp Utilities IG	0 %	13 %	10 %
MSCI EUROPE	- 4 %	10 %	9 %

Der November könnte eine gewisse Lockerung bei Aktien brin- gen. Kurzfristig sind auch positive Renditen durchaus im Be- reich des Möglichen. Selbst wenn bei den aktuellen Kursen der implizierte Rückgang der Erträge bereits beträchtlich ist, werden Ertragskorrekturen ab jetzt außerordentlich negativ ausfallen. Die Tabelle verdeutlicht die Diskrepanz zwischen Marktkonsens und unseren früheren Prognosen.

Anleihen

Zahlreiche Marktsegmente waren im Oktober von starken Schwankungen geprägt. Auch wenn die auf internationaler Ebene konzertierten Aktionen von Zentralbanken und Regierungen die Ängste vor einem Zusammenbruch des Finanzsystems vorerst beschwichtigen konnten, tat dies jedoch den Rezessions-

Weitere Verzerrungen in zahlreichen Marktsegmenten

sorgen an den Kapitalmärkten keinen Abbruch. In der Folge brachen einige der risikoreicheren Fixed-Income-Märkte zusammen, während die Spreads vielfach auf neue Höchststände kletterten. Dabei erfasste die Panik nicht nur Märkte, die besonders unter konjunkturellen Einbrüchen leiden, sondern auch durch geringere Liquidität gekennzeichnete Segmente. Selbst Staatsanleihen von Emittenten aus Randmärkten des Euro-Raums fielen auf Niveaus, die in keinsten Weise ihrer fundamentalen Werthaltigkeit gerecht werden. Die Anleihen großer hoheitlicher Emittenten profitierten hingegen von der Panik und legten erheblich zu.

Inzwischen zeichnen sich zögerliche Hinweise auf eine Verbesserung ab. Im Zuge der konzertierten Aktionen stabilisierten sich einige Segmente, wenn auch die Spread-Niveaus weit über dem Stand vor der Lehman-Pleite verharrten. Vor allem diejenigen Anlageformen, die direkte Nutznießer staatlicher Garantien und der massiven Interventionen seitens der Zentralbanken sind, schnitten überdurchschnittlich ab. Da die Fed dieses Segment nunmehr direkt unterstützt, kam es in den USA wiederum zu einer vermehrten Auflage von Commercial Papers. Einige Banken haben bereits begonnen, mit Rückendeckung des staatlichen Garantieprogramms neue Anleihen auszugeben. Entsprechend verengten sich die Swap Spreads im Oktober deutlich. Ferner sind die Spreads im Interbankenmarkt zurückgegangen. Das trifft vor allem auf die USA – und in geringerem Maße auf den Euro-Raum – zu. Wir betrachten die Normalisierung des Interbank-Spreads als eine unabdingbare Voraussetzung für die Rückkehr zu leistungsfähigen Märkten.

In der näheren Zukunft dürften Assets, die von dem nachlassenden Risiko einer schweren Finanzkrise und der allmählichen Stärkung der Liquidität profitieren, weiterhin positiv abschneiden. Was konjunkturabhängige Rentenwerte betrifft, bleiben wir indes vorsichtig.

Rezession drückt Anleiherenditen

Wie eingangs erläutert, gehen wir von einer lang anhaltenden und tiefen Rezession aus. Der nachlassende Inflationsdruck – nicht zuletzt dank rückläufiger Rohstoffpreise – und das abkühlende Wirtschaftsklima bieten ein nahezu ideales Umfeld für die Staatsanleihemärkte. Der dramatische Konjunkturerinbruch, der zeitgleich in den entwickelten Volkswirtschaften stattfand, die stetige Auflösung von Asset-Bubbles und der anhaltende Schuldenabbau sollten auf den Staatsanleihemärkten bis auf weiteres

Staatsanleihen profitieren vom gegenwärtigen Umfeld

den Ton angeben. Auch wenn Deflationssorgen wohl übertrieben sind, dürften sich disinflationäre Tendenzen in den kommenden Monaten für Staatsanleihen als günstig erweisen. Wir rechnen daher mit einem weltweiten Rückgang der Renditen. Unseren Prognosen zufolge wird die Benchmark-Rendite zehnjähriger US-Schatzanleihen über einen Zeithorizont von einem Monat auf 3,6 % fallen. Ihr europäisches Pendant wird innerhalb dieses Zeitraums auf 3,7 % rutschen. Lang laufende US-amerikanische Anleihen sollten daher Rentenwerte aus dem Euro-Raum übertreffen.

Auch auf längere Sicht können wir keine Zunahme bei den internationalen Renditen erkennen. Da die Faktoren, die auf die Renditen drücken, überwiegend wohl auch noch Ende 2009 bestehen werden, ist bislang kein Ende des niedrig rentierlichen Umfelds abzusehen. Wie man von den in den 1990er Jahren in Japan gemachten Erfahrungen ablesen kann, steht ein höheres Angebot an Staatsanleihen (infolge von Hilfsprogrammen und niedrigeren Wachstumsraten) strukturell niedrigeren Renditen nicht entgegen.

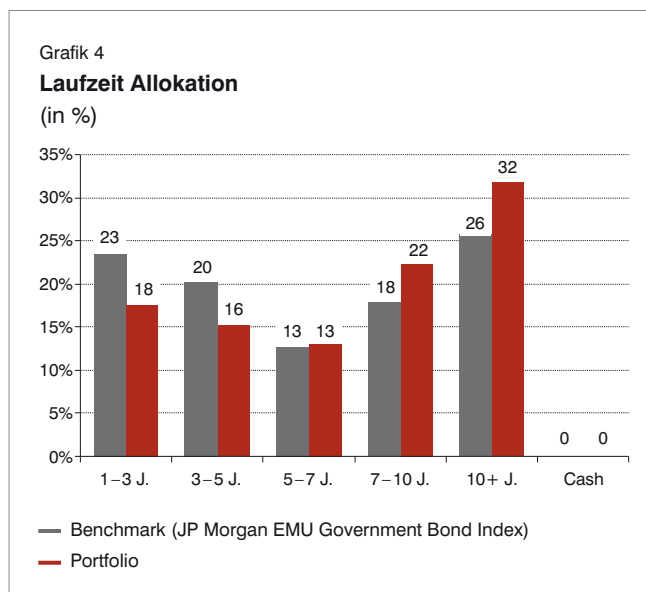
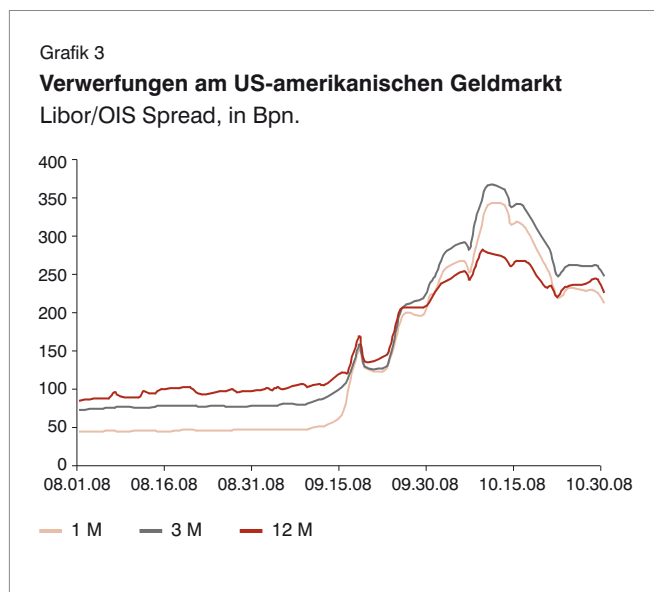


Tabelle 4

Kennziffern der Benchmark und des optimierten Portfolios

Laufzeiten- gruppe	Modifizierte Duration	Aktuelle Rendite	Coupon Return	Rolldown Return	Shock Return*	Benchmark Gewichte	Portfolio Gewichte
1 – 3 J.	1,82	3,01 %	0,35 %	– 0,10 %	0,18 %	23,47 %	17,60 %
3 – 5 J.	3,54	3,47 %	0,37 %	– 0,08 %	0,32 %	20,28 %	15,21 %
5 – 7 J.	5,19	3,78 %	0,32 %	– 0,01 %	0,43 %	12,68 %	13,09 %
7 – 10 J.	6,86	4,19 %	0,33 %	0,01 %	0,53 %	17,91 %	22,38 %
10+ J.	12,15	4,74 %	0,40 %	– 0,01 %	0,79 %	25,66 %	31,72 %
Cash	n. a.	3,27 %	0,27 %	n. a.	n. a.	0,00 %	0,00 %
Benchmark Portfolio	6,15 6,93	3,86 % 4,00 %	0,36 % 0,36 %	– 0,04 % – 0,03 %	0,46 % 0,51 %		

* 1-Monats-Prognose

Unser Portfolio

Seit März prognostizieren wir eine Versteilerung der Renditestrukturkurve im Euro-Raum. Trotz der jüngsten deutlichen Versteilerung der EUR-Zinskurve für Staatsanleihen halten wir

Zinskurve des Euro-Raums wird sich noch versteilern

bereits deutlich gemacht, dass weitere Leitzinssenkungen zu erwarten sind. Die europäische Notenbank ist bereit, dem Bankensektor unter die Arme zu greifen und die lahrende Konjunktur anzukurbeln. Angesichts rückläufiger Inflationsraten ist die EZB jetzt endlich in der Lage, den Worten Taten folgen zu lassen.

Nichtsdestotrotz werden wohl die Langläufer am deutlichsten von dem anleihefreundlichen Umfeld profitieren. Daher bleiben wir bei langer Duration und der Übergewichtung von Anleihen mit besonders langen und extra-langen Laufzeiten. Wir mischen unseren Positionen allerdings keine Liquidität bei, da Barmittel von einer Abwärtsbewegung der Kurve nicht profitieren würden. Der voraussichtliche Gesamtertrag unseres Portfolios liegt bei ca. 0,8 %, während der Tracking Error mit 0,5 % momentan maximal ausgereizt ist. Die Outperformance über einen Zeithorizont von einem Monat dürfte – hauptsächlich aufgrund höherer Shock Returns – 6 Bp. betragen.

an unserer seit langem vertretenen Ansicht fest, dass insbesondere kurze Laufzeiten sehr stark nachgefragt sein werden (so genanntes „bull steepening“). Die EZB hat

Überblick über Handlungsempfehlungen

Im Oktober schlossen wir unsere Long-Position in Dreimonats-Euribor-Futures (Juni 2009) mit einem Gewinn von 178 Bp. Ferner dürfte jetzt das Ende der Outperformance von Bundesanleihen gegenüber US Treasuries erreicht sein. Da das Renditeniveau zehnjähriger Bundesanleihen jetzt mit dem ihrer US-amerikanischen Pendanten vergleichbar ist, ziehen wir US-Staatsanleihen vor und konnten diese Position mit einem Gewinn von 48 Bp. schließen. Auch wenn diese Positionen merkliche Verluste hinnehmen mussten, halten wir dennoch an unserer Empfehlung fest, italienische BTPs gegenüber Bundesanleihen überzugewichten und unsere Long-Position in Euro-Linkern mit kurzer und mittlerer Laufzeit beizubehalten (BTPi 09/2014). Die gegenwärtigen Niveaus sind im Hinblick auf die Rahmenbedingungen nicht gerechtfertigt. Nach unserer Einschätzung sind die Märkte hier über das Ziel hinausgeschossen. Sobald sich die Märkte stabilisieren und die Liquiditätssituation sich verbessert hat, sollten unsere Empfehlungen wieder an Boden gewinnen.

Darüber hinaus haben wir unser Gewinnziel für die Übergewichtung zweijähriger Bundesanleihen gegenüber zweijährigen US-Staatsanleihen angepasst. Da die Verengung der Spreads unseren Prognosen zufolge anhalten wird, haben wir nach Erreichen der ursprünglichen Vorgabe unser Gewinnziel jetzt auf 75 Bp. angepasst. Zudem haben wir Zielvorgabe sowie Stop-Loss-Limit für unseren Call auf engere US-Swap-Spreads gesenkt. In den letzten beiden Monaten haben sich die Swap Spreads in den USA im Zuge der verschiedenen Rettungsaktionen merklich

Tabelle 5

Aktuelle Handels-Empfehlungen	Startdatum	Startniveau	Ziel	Stop Loss	Aktuelles Niveau	Gewinn / Verlust
Kauf US 10 Jahre Swap Spread	16.07.2008	70 Bpn.	35 Bpn.	50 Bpn.	47 Bpn.	23 Bpn.
Kauf EA 10 Jahre Swap Spread	16.07.2008	52 Bpn.	35 Bpn.	75 Bpn.	56 Bpn.	– 4 Bpn.
Kauf BTPi 09/2014	04.09.2008	215 Bpn.			99 Bpn.	– 116 Bpn.
Kauf 10 Jahre BTPs	10.09.2008	67 Bpn.			123 Bpn.	– 56 Bpn.
Verkauf 10 Jahre Bunds						
Kauf 2 Jahre Bunds	23.09.2008	183 Bpn.	75 Bpn.	120 Bpn.	97 Bpn.	86 Bpn.
Verkauf 2 Jahre Treasuries						
Kauf EUR 2 J./10 J. Steepener	27.10.2008	102 Bpn.	150 Bpn.	80 Bpn.	129 Bpn.	27 Bpn.

verengt. Wir halten zwar an unserer Prognose engerer Swap Spreads fest, möchten aber unsere Gewinne mit einem engen Stop-Loss-Limit von 50 Bp. sichern. Unser neues Gewinnziel liegt bei 35 Bp.

Und schließlich geben wir auch eine neue Handlungsempfehlung für einen Euro-Steepener ab. Obwohl die Märkte bereits weitere Zinssenkungen im Euro-Raum einpreisen, gibt es nach unserem Dafürhalten noch Spielraum für Spekulationen im Hinblick auf eine noch aggressivere Lockerung. Das sollte insbesondere die Renditen am kurzen Ende der Zinskurve im Euro-Raum drücken.

Währungen

Im letzten Monat stieg der US-Dollar vorübergehend auf einen Stand von 1,25 USD/EUR, ein Niveau, das er zuletzt im Oktober 2006 erreicht hatte. Dafür gibt es unserer Meinung nach drei

Beruhigung an den Märkten setzt Höhenflug des US-Dollar wohl ein Ende

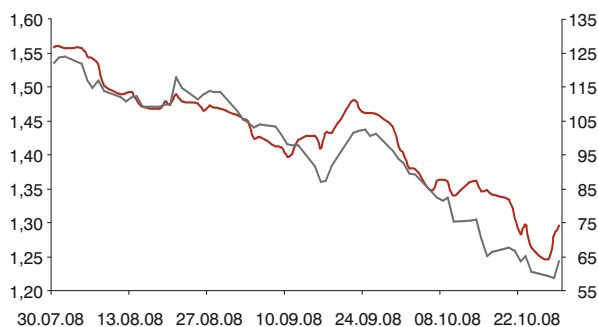
wesentliche Gründe: Erstens haben sich die Märkte bereits auf weitere drastische Zinssenkungen durch die EZB eingestellt. Da der aktuelle EZB-Leitzins von 3,75 % mehr

Spielraum für Zinssenkungen bietet als das Fed-Niveau von 1,0 %, profitierte der Greenback von der Aussicht auf eine weitere Verringerung des Zinsgefälles. Zweitens sind die Ölpreise auf nunmehr rund 60 US-Dollar pro Barrel Brent Crude gefallen. Das sollte der US-Handelsbilanz Erleichterung verschaffen und den strukturellen Druck auf den Greenback mindern. Drittens wirken sich Spannungen und Belastungen in den Schwellenländern traditionell günstig für den US-Dollar aus. Der Greenback wird von Investoren als „sicherer Hafen“ betrachtet. Das könnte sich gerade in der gegenwärtigen Situation als bedeutsam erweisen, da europäische Unternehmen augenscheinlich stärker an Schwellenländermärkten engagiert sind. Ein Konjunkturereinbruch in diesen Volkswirtschaften könnte den Euro-Raum daher stärker belasten als die USA. Trotzdem sind wir der Meinung, dass die Stärkung der US-amerikanischen Währung um 18 Cent im vergangenen Monat übertrieben war. Wir erwarten daher eine leichte Abwärtskorrektur im November.

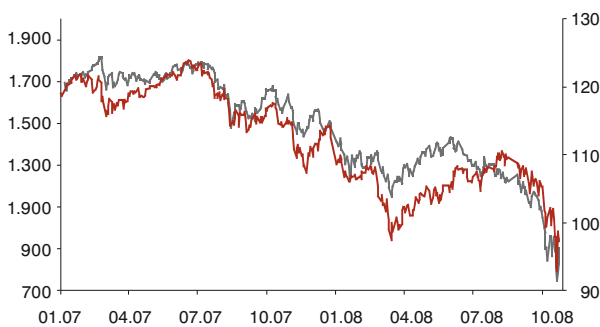
Yen sollte sich stabilisieren

Im Anschluss an den Konkurs von Lehman Brothers Mitte September rückten die Kreditkrise und ihre negativen Folgen für die Weltkonjunktur wieder in den Mittelpunkt des Marktinteresses. Wie in früheren Phasen der Krise führten die wachsenden Ängste abermals zur Auflösung von Carry-Trades und Rückführung ausländischen Vermögens. Im Oktober verstärkte sich dieser Prozess noch. In der Folge kam es zu einem Teufelskreis aus weltweit fallenden Aktienmärkten sowie Wiederankauf und somit Aufwertung des Yen. Dadurch waren wiederum die Renditen weiterer Carry-Trades gefährdet. Entsprechend stieß man die betreffenden Assets ab, und noch mehr Kapital floss in den Yen-Raum zurück. Am 24. Oktober erreichte der Yen einen Wechselkurs von 91 JPY/USD, das entspricht einer Aufwertung von rund 12 % in nur drei Wochen. Die G7-Länder fühlten sich daraufhin zu einer gemeinsamen Stellungnahme veranlasst, in der sie ihren ernststen Bedenken im Hinblick auf die hohe Volatilität Ausdruck verliehen. Dabei schwang die unterschwellige Androhung währungspolitischer Interventionen mit. Dank steigender Aktienmärkte und deutlicher Signale für eine Leitzinssenkung durch die Bank of Japan befand sich der Yen gegen Ende des Monats bereits wieder auf dem Abwärtskurs. Da sich die Märkte im Anschluss an weitere Leitzinssenkungen und geldpolitische Maßnahmen weiter beruhigen sollten, dürfte der Yen weiter fallen, bis er sich wieder auf einem im Hinblick auf die Rahmendaten gerechtfertigten Niveau von rund 100 JPY/USD eingependelt hat.

Grafik 5
Ölpreis und USD/EUR



Grafik 6
TOPIX und JPY/USD



Autoren:

Überblick: **Dr. 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

Anleihen: **Dr. Florian Späte, CIIA**

Tel.: + 49 221/1636-367

E-Mail: florian.spaete@geninvest.de

Währungen:

Dr. Christoph Siepmann

Tel.: + 49 221/1636-342

E-Mail: christoph.siepmann@geninvest.de

Dr. Martin Wolburg, CIIA

Tel.: + 49 221/1636-346

E-Mail: martin.wolburg@geninvest.de

Tabelle 6

Entwicklung der Renten, Wechselkurse und Rohstoffe

	aktuell	1 M	3 M	12 M	JE* 2007
Stand:	31.10.2008				
3-Monats-Geldmarktsatz					
US 3M Libor	3,03	4,05	2,79	4,89	4,70
EUR Eonia	3,59	4,17	4,38	4,13	3,92
EUR 1M Libor	4,42	5,04	4,48	4,16	4,28
EUR 3M Libor	4,77	5,27	4,96	4,60	4,68
JPN 3M Libor	0,94	1,02	0,90	0,90	0,90
UK 3M Libor	5,84	6,30	5,78	6,28	5,99
SWI 3M Libor	2,72	2,96	2,76	2,75	2,76
Renten					
2J. Treasuries	1,61	1,99	2,53	3,93	3,07
5J. Treasuries	2,77	2,98	3,27	4,16	3,46
10J. Treasuries	3,98	3,82	3,98	4,47	4,03
2J. Bunds	2,52	3,49	4,28	4,05	3,96
5J. Bunds	3,20	3,77	4,29	4,13	4,12
10J. Bunds	3,91	4,01	4,38	4,24	4,33
2J. JGBs	0,54	0,76	0,78	0,78	0,71
5J. JGBs	0,87	1,05	1,11	1,09	1,01
10J. JGBs	1,47	1,46	1,54	1,61	1,50
2J. Gilts	2,92	4,00	4,79	5,15	4,35
5J. Gilts	3,78	4,19	4,79	5,00	4,46
10J. Gilts	4,53	4,44	4,81	4,92	4,50
2J. Bonds SWI	1,15	1,27	1,67	2,47	2,20
5J. Bonds SWI	2,20	2,13	2,65	2,68	2,73
10J. Bonds SWI	2,69	2,51	3,05	2,92	2,97
10J. Swap Spreads					
USA	48	67	70	64	64
EUR	59	66	50	43	39
Euro Unternehmensanleihen Spreads					
JPM Credit Industrials	355	236	160	96	129
Emerging-Markets-Anleihen Spreads					
EMBI Lateinamerika	709	470	332	210	275
EMBI Asien	571	375	277	167	214
Euro EMBI Europa	354	140	110	58	73
Währungen					
USD/EUR	1,27	1,41	1,56	1,45	1,46
JPY/USD	98	106	108	115	112
GBP/EUR	0,78	0,79	0,79	0,70	0,73
CHF/EUR	1,48	1,58	1,64	1,68	1,66
Rohstoffe					
Gold \$/Oz	729	878	917	791	836
Crude Oil Brent \$/Barrel	60	94	124	90	94

Quelle: Thomson Financial Datastream, Bloomberg, eigene Berechnungen

* JE = Jahresende (oder Ultimo)

Tabelle 7

Entwicklung der Aktienmärkte

Aktien	aktuell	1 M	3 M	12 M	JE*
Stand:	31.10.2008				
Welt					
MSCI World	717	-16,5 %	-24,9 %	-40,0 %	-36,6 %
USA					
S&P500	969	-16,9 %	-23,6 %	-37,5 %	-34,0 %
Dow Jones	9.325	-14,1 %	-18,0 %	-33,1 %	-29,7 %
Nasdaq	1.721	-17,7 %	-26,0 %	-39,8 %	-35,1 %
Europa					
DJ Euro Stoxx TMI Large	215	-15,3 %	-23,9 %	-44,4 %	-42,4 %
DJ Euro Stoxx 50	2.592	-14,7 %	-23,0 %	-42,3 %	-41,1 %
MSCI EMU	139	-15,8 %	-24,6 %	-45,0 %	-42,7 %
DJ Stoxx 600	222	-13,3 %	-21,7 %	-42,8 %	-39,1 %
DJ Stoxx 50	2.331	-11,5 %	-19,1 %	-40,0 %	-36,7 %
MSCI Europe	955	-13,6 %	-22,2 %	-40,9 %	-38,1 %
CAC40	3.487	-13,5 %	-20,6 %	-40,4 %	-37,9 %
DAX30	4.988	-14,5 %	-23,0 %	-37,8 %	-38,2 %
MIB30	22.024	-15,4 %	-24,5 %	-46,2 %	-43,4 %
FTSE100	4.377	-10,7 %	-19,1 %	-34,9 %	-32,2 %
SMI	6.153	-7,5 %	-13,8 %	-31,8 %	-27,5 %
Japan					
Topix	867	-20,3 %	-33,5 %	-46,5 %	-41,2 %
Asien ex Japan					
MSCI AC Asia ex Jp	343	-21,8 %	-35,9 %	-54,3 %	-50,3 %

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

Tabelle 8

Entwicklung der Aktiensektoren

Europäische MSCI Sektoren	aktuell	1 M	3 M	12 M	JE*
Stand:	31.10.2008				
Grundstoffe	147	-20,9%	-42,4%	-48,2%	-47,4%
Energie	145	-1,4%	-14,2%	-24,4%	-24,8%
Öl & Gas	147	0,6%	-11,9%	-21,8%	-22,7%
Industriegüter	97	-22,4%	-33,2%	-50,7%	-48,3%
Gebrauchsgüter	67	-5,8%	-12,0%	-42,2%	-34,8%
Automobile	97	9,0%	10,5%	-33,7%	-19,9%
Medien	51	-8,5%	-17,1%	-39,9%	-37,4%
Handel	61	-7,7%	-17,2%	-53,0%	-43,6%
Verbrauchsgüter	115	-8,0%	-4,7%	-24,0%	-24,8%
Nahrungsmittel/Kosmetik Einzelhandel	72	-7,1%	-2,4%	-32,6%	-30,7%
Nahrungsmittelproduktion	113	-7,2%	-2,3%	-18,5%	-20,3%
Haushaltswaren	220	-6,0%	-8,4%	-16,4%	-20,9%
Gesundheit	90	-1,4%	-4,5%	-12,4%	-12,1%
Pharma	87	-0,1%	-4,2%	-10,4%	-10,5%
Telekommunikation	59	-8,1%	-13,1%	-38,0%	-36,3%
Versorger	127	-11,5%	-19,6%	-31,2%	-32,7%
Finanzen	57	-24,4%	-31,8%	-55,1%	-50,7%
Bank	67,5	-24,9%	-32,1%	-54,7%	-50,3%
Finanzdienstleister	35	-35,2%	-52,3%	-71,1%	-68,7%
Versicherungen	36,7	-25,6%	-27,1%	-49,8%	-45,0%
Informationstechnologie	42	-15,3%	-27,9%	-49,4%	-44,4%
IT-Services	10,2	-27,9%	-37,3%	-47,0%	-40,0%
Software	65,8	-24,7%	-24,5%	-26,0%	-22,1%
Kommunikations-ausrüstung	47,4	-9,9%	-29,4%	-54,5%	-50,2%
Computer und Peripheriegeräte	29,1	-31,3%	-38,3%	-58,8%	-58,7%
Halbleitersausrüstung	60,6	-7,8%	-20,1%	-55,0%	-47,1%

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)
dott. Michele Morganti (Tel.: +39 040/671-599)
Vladimir Oleinikov, CFA (Tel.: +49 221/1636-317)
Frank Ruppel (Tel.: +49 221/1636-347)

Dr. Thorsten Runde (Tel.: +49 221/1636-364)
Dr. Christoph Siepman (Tel.: +49 221/1636-342)
Dr. Florian Späte, CIIA (Tel.: +49 221/1636-367)
Dr. Martin Wolburg, CIIA (Tel.: +49 221/1636-346)

E-Mails Deutschland:

vorname.nachname@geninvest.de

E-Mails Italien:

vorname.nachname@am.generalinvest.com

Editor:

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

Herausgeber:

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

Redaktionsschluss:

31. Oktober 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