

# Markttrends

## Zusammenfassung

### Überblick

- Es mehren sich die Anzeichen dafür, dass sich die Folgen der Kreditkrise jetzt auch gesamtwirtschaftlich bemerkbar machen. So sind die Wirtschaftsindikatoren außerhalb der USA während der Sommermonate deutlich gefallen.
- Dieser Prozess wird nach unserer Einschätzung weiter anhalten und schließlich auch die Schwellenländer erfassen.
- Mit zunehmender Stagnation sollte der Inflationsdruck sinken. Zu dieser Entwicklung trägt vor allem auch der jüngste Rückgang der Rohstoffpreise bei. Davon dürften insbesondere Anleihen auf längere Sicht profitieren.
- Infolge des rückläufigen Weltwirtschaftswachstums sinken die Unternehmenserträge, eine ungünstige Entwicklung für die Aktienkurse. Hinzu kommt eine weitere Verschärfung der Kreditkrise.
- Die größte Gefahr für die weitere konjunkturelle Entwicklung besteht in einem erneuten Anstieg des Erdölpreises, z. B. infolge zunehmender geopolitischer Spannungen oder der anstehenden Hurrikan-Saison.

### Aktien

- Die Aktienmärkte schwächelten während der letzten beiden Monate. Grund waren vor allem der vom Konjunktуреinbruch in den USA ausgelöste Dominoeffekt, der auch andere Teile der Welt erfasste, sowie die anhaltende Kreditkrise.
- Die wirtschaftliche Entwicklung im dritten Quartal wird die Aktienmärkte voraussichtlich belasten. Gleichwohl bewegen sich die lang- und kurzfristigen Bewertungskennzahlen nach wie vor im positiven Bereich. Das nachlassende Inflationsrisiko wirkt sich ebenfalls günstig auf die Aktienkurse aus.
- Wir rechnen in den kommenden Monaten mit anhaltender Volatilität an den Aktienmärkten. Die Kurse dürften sich dabei mit einem geringfügigen Abwärtspotenzial in etwa um das gegenwärtige Niveau bewegen.

### Anleihen

- Insgesamt zeichnete sich bei den Renditen über die letzten zwei Monate ein Abwärtstrend ab. Wie ausgeprägt diese



Entwicklung im Einzelnen verlief, hing dabei vor allem von der Laufzeit und dem betreffenden Markt ab.

- Die positive Stimmung an den Staatsanleihemärkten war auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Insbesondere die Korrektur des Erdölpreises und die weltweit abflauende Konjunktur trieben die Anleihekurse nach oben.
- Dieser Trend dürfte sich fortsetzen, wenn auch mit vermindertem Tempo. Die Kerninflation sollte in fast allen Industrieländern ihren Höhepunkt erreicht haben. Ferner dürften die Wirtschaftsdaten unsere Erwartung einer weiteren deutlichen Abkühlung in der zweiten Jahreshälfte bestätigen.

### Währungen

- Angesichts der Sorgen um die weitere Entwicklung der Weltwirtschaft und der europäischen Konjunktur hat der US-Dollar erheblich an Boden gewonnen. Wir erwarten daher in der näheren Zukunft eine weitere moderate Stärkung des Greenback.
- Der US-Dollar legte vor dem Hintergrund schwacher volkswirtschaftlicher Daten aus Japan auch gegenüber dem Yen zu. Auf kurze Sicht sollten auch die Wirtschaftsmeldungen eher schwach bleiben.



**GENERALI**  
Investments

Tabelle 1

|           | BIP - Wachstum |       |       | Inflationsrate |       |       |
|-----------|----------------|-------|-------|----------------|-------|-------|
|           | 2007           | 2008f | 2009f | 2007           | 2008f | 2009f |
| US        | 2,0            | 1,6   | 0,6   | 2,9            | 4,5   | 2,7   |
| Euro-Raum | 2,6            | 1,3   | 1,2   | 2,1            | 3,4   | 2,4   |
| Japan     | 2,0            | 0,9   | 0,8   | 0,1            | 1,7   | 1,3   |
| UK        | 3,1            | 1,0   | 0,4   | 2,3            | 3,8   | 3,1   |
| Welt      | 4,6            | 3,6   | 3,2   | 2,6            | 4,4   | 3,1   |

## Überblick

Während der Sommermonate mehrten sich die Anzeichen dafür, dass die Folgen der Kreditkrise sich jetzt auch gesamtwirtschaftlich niederschlagen. Insbesondere die Wachstumsentwicklung im Euro-Raum und Japan ging im zweiten Quartal deutlich zurück. Das Stimmungsbild der Wirtschaft ist stark eingetrübt. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit einer technischen Rezession. Wir erwarten eine Fortdauer dieses Prozesses. Da die Exportaufträge weltweit rückläufig sind, wird die konjunkturelle Abkühlung schließlich auch die schnell wachsenden Schwellenländer erfassen. Die Entkopplungsthese, die von zahlreichen Marktbeobachtern über längere Zeit nachdrücklich vertreten wurde, wird sich dabei wahrscheinlich als irrig erweisen.

Andererseits hat die Inflationsentwicklung bereits ihren Höhepunkt erreicht. Infolge der gesunkenen Ölpreise werden die Verbraucherpreisindizes kurzfristig weltweit fallen. Mit zunehmender Stagnation sollte sich dieser Prozess im Herbst fortsetzen. Dabei werden auch die Basiseffekte aufgrund des vorangegangenen rapiden Anstiegs der Ölpreise eine Rolle spielen. Beide Faktoren, d. h.

### Inflation hat Höchststand erreicht

nachlassende konjunkturelle Dynamik und sinkende Inflationsraten, dürften sich für Staatsanleihemärkte auf Dauer als günstig erweisen.

Der Spielraum für einen weiteren Rückgang der Renditen ist indes begrenzt. Mit minus 1,8% sind die Renditen zehnjähriger US-Anleihen in den negativen Bereich abgerutscht, den niedrigsten Stand seit Anfang der 1980er Jahre. Im Euro-Raum bewegen sich die Effektivrenditen zehnjähriger Anleihen um null, das ist – ob bei historischer Betrachtung oder im Fair-Value-Vergleich – ein außerordentlich niedriges Niveau. Solange der weltwirtschaftliche Konjunktüreinbruch und die Kreditkrise anhalten, werden die Renditen auf ihrem niedrigen Stand verharren. Dieser Prozess wird wohl noch bis weit ins nächste Jahr anhalten. Sobald die Renditen wieder steigen, muss man sich jedoch an den Staatsanleihemärkten auf einen Kursrutsch einstellen. Angesichts des höheren strukturellen Preisdrucks halten wir Deflation für ein eher unwahrscheinliches Szenario.

Auch an den Aktienmärkten dürften die schwierigen Rahmenbedingungen anhalten. Andererseits darf man die positiven Faktoren nicht übersehen: Geringere Inputkosten, sinkende

Tabelle 2

| Anleihen                       | aktuell | 1M.  | 12M. |
|--------------------------------|---------|------|------|
| 10J. Treasuries (USA)          | 3,79    | 3,75 | 4,50 |
| 10J. Bunds (Deutschland)       | 4,16    | 4,10 | 4,70 |
| 10J. JGBs (Japan)              | 1,43    | 1,45 | 1,90 |
| Unternehmensanleihen           | aktuell | 1M.  | 12M. |
| IBOXX Corporates Non Fin Index | 144     | 142  | 85   |
| Währungen                      | aktuell | 1M.  | 12M. |
| USD/EUR                        | 1,48    | 1,47 | 1,40 |
| JPY/USD                        | 109     | 110  | 113  |
| GBP/EUR                        | 0,80    | 0,79 | 0,77 |
| Aktien                         | aktuell | 1M.  | 12M. |
| S&P 500                        | 1278    | 1271 | 1430 |
| MSCI EMU                       | 102     | 101  | 115  |

Aktuelle Werte = Durchschnittswerte der letzten fünf Handelstage

Inflationsraten sowie eine weniger strikte geldpolitische Haltung auf Seiten der Zentralbanken wirken sich günstig auf die Aktienmärkte aus. Dies gilt auch für die Bewertungen an den Aktienmärkten, die in einigen Fällen extrem überzogen sind. So hat der Ex-ante-Risikozuschlag im Euro-Raum seinen höchsten Stand seit mehreren Jahrzehnten erreicht. Gleichzeitig liegen die KGVs unter ihrem Langzeitdurchschnitt, während sich die Profitabilität außerhalb des Finanzsektors auf relativ hohem Niveau eingependelt hat. Dennoch stehen höheren Aktienkursen im Wesentlichen zwei Hindernisse entgegen. Hier ist zunächst die konjunkturelle Abkühlung zu nennen.

Die aktuellen Ertragsprognosen sind immer noch sehr hoch. Die Erträge der im S&P 500 vertretenen Unternehmen sollen beispielsweise 2009 um 21,9% steigen. Für Aktien aus dem Euro-Raum liegt das prognostizierte Ertragswachstum immerhin bei über 12%. Beide Prognosen erscheinen uns vor dem Hintergrund des erwarteten Konjunkturabschwungs als übertrieben. Der zweite Grund ist die anhaltende Kreditkrise. Wir haben bereits seit geraumer Zeit darauf hingewiesen, dass die Wertberichtigungen im Kreditgeschäft so lange anhalten werden, wie

### Anhaltende Kreditkrise und bevorstehende sinkende Unternehmenserträge

sich die Immobilienpreise in den USA im freien Fall befinden. Nach unserer Einschätzung hat der Preis-anpassungsprozess am US-amerikanischen Häusermarkt bislang erst wenig mehr als die Hälfte dessen zurückgelegt, was hier an Korrekturen erforderlich ist. In Anbetracht anhaltender Verlustmeldungen muss man mit weiteren Bankpleiten rechnen.

Die Angst vor weiteren Pleiten wird den Risikoappetit an den Aktienmärkten kurzfristig dämpfen. Dies gilt auch für die Verlangsamung des Kreditgeschäfts, die bisher noch nicht voll zum Tragen gekommen ist, sich aber infolge strengerer Kreditvergabekriterien (insbesondere in den USA) über kurz oder lang

nachdrücklich bemerkbar machen wird. Insgesamt erwarten wir in den kommenden Monaten eine Fortsetzung der jüngsten Fluktuationen. Prinzipiell werden die Märkte allerdings deutlich niedriger tendieren. Sollte indes eine Großbank ernsthaft ins Schleudern geraten, könnten die Aktienkurse rutschen. Die größte Gefahr für unser Szenario besteht in einem erneuten Anstieg der Ölpreise, z. B. infolge eines eskalierenden Konflikts

zwischen Russland und dem Westen wegen der Situation in Georgien. Überdies könnten die Ölpreise auch dann nach oben schnellen, falls während der anstehenden Hurrikan-Saison in den USA Ölförderungsanlagen ausfallen sollten. Mit diesen Risiken muss man leben. Alles in allem erwarten wir weiterhin fallende Ölpreise – insbesondere, wenn die Wachstumsdynamik an den Emerging Markets deutlicher nachlassen sollte.

## Aktien

### Aktienrenditen

Die gesamtwirtschaftlichen Folgen der Kreditkrise – denen während der letzten drei Monate unsere vorrangige Sorge galt – führten bis Mitte Juli zu einem Kursrutsch an den Aktienmärkten. Infolgedessen befinden sich Bewertungs- und Stimmungsbarmeter jetzt im überverkauften Bereich. Zugleich deutet vieles darauf hin, dass die Kerninflation bereits ihren Höhepunkt

erreicht hat. Zwar haben sich die Märkte wieder erholt, die Konjunktursorgen halten aber dennoch an. Vor allem der weitere Verlauf der Kreditkrise gibt Anlass zu Befürchtungen. Die japanischen

### Preiskorrektur noch nicht vollständig vorbei

Aktienmärkte haben besonders schlecht abgeschnitten. Dies war allerdings zum Teil durch eine fortgesetzte Korrektur der zuvor überdurchschnittlich guten Performance bedingt.

### Die dritte Phase: Sind jetzt die Emerging Markets dran?

Nach Einsetzen des Abschwungs in den USA (die erste Phase) mehrten sich Zweifel an der Fähigkeit der europäischen Märkte, sich von dieser Entwicklung abzukoppeln (die zweite Phase). Jetzt scheinen die Schwellenländermärkte an der Reihe zu sein; hier haben die niedrigeren Rohstoffpreise sowie wohl auch der neu erstarkte US-Dollar sozusagen die dritte Phase eingeläutet. Bevor wir jedoch mit Bestimmtheit sagen können, dass die Weltwirtschaft in eine Rezession schlingert, bedarf es noch handfester Beweise für eine Abkühlung in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Vor allem bei den Gewinnen scheint es auf den Schwellenländermärkten immer noch aufwärts zu gehen. Bei den Früh- bzw. Vorlaufindikatoren in Asien zeichnet sich erst seit kurzem eine gewisse Schwächung ab. Es wird daher

noch eine Weile dauern, bis sich diese Entwicklung in „harten Daten“ widerspiegelt. Damit befänden wir uns in einer ähnlichen Situation wie in den Jahren 2000/2001. Seinerzeit rutschten die Marktindikatoren – relativ gesehen – bereits lange vor den Erträgen. Jetzt heißt es abwarten, ob die Ertragsschwäche noch stärker zutage tritt. Erst dann lässt sich sagen, ob die Volkswirtschaften der Schwellenländer über ausreichende strukturelle Dynamik verfügen, um weiterhin stärker als die Industrieländer zu wachsen. Bislang scheint der Preiskorrekturprozess noch nicht abgeschlossen zu sein. Im Vorjahresvergleich entspricht die Renditeentwicklung jetzt zwar in stärkerem Maße dem US-amerikanischen Frühindikator ISM, ein Abstand bleibt jedoch bestehen. Überdies ist kein Verlass darauf, dass sich das Stimmungsbild in der Wirtschaft stabilisieren wird. Insofern erwarten wir ein schwieriges drittes Quartal.

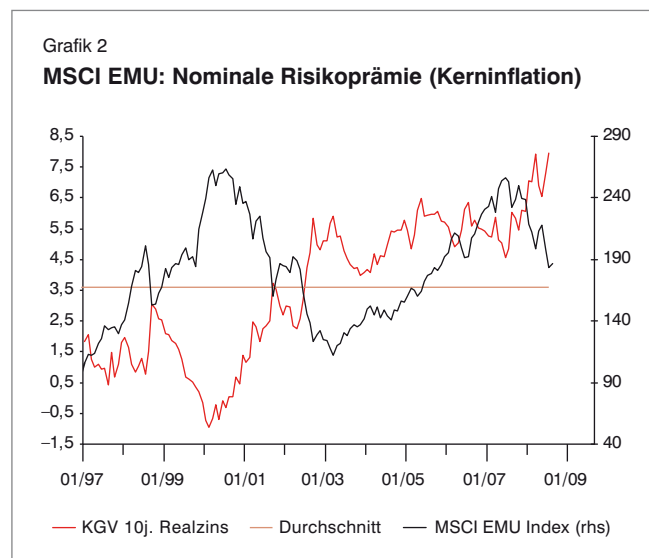
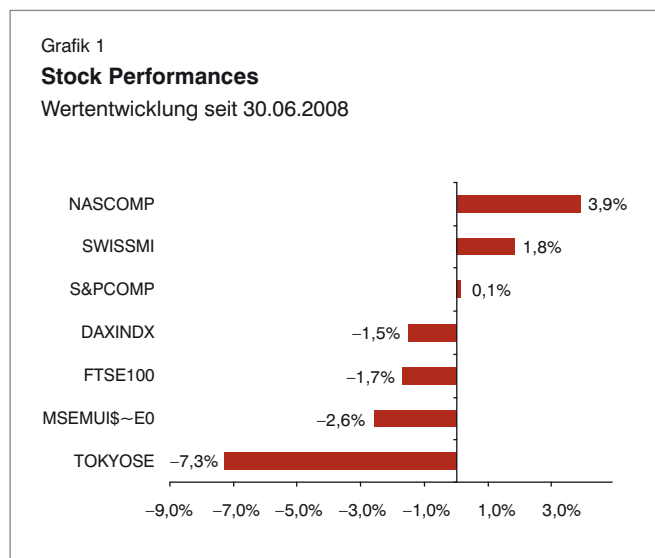
### Erträge, Abschlüsse und Bewertungen

Noch spiegeln die Ertragsprognosen den Konjunkturreinbruch und die Kreditkrise nicht in vollem Umfang wider. Die Ertragsdynamik im Euro-Raum ist bislang im Wesentlichen ungebrochen.

### Mit langfristig anhaltender Attraktivität der Bewertungen ist nicht zu rechnen

Letztlich ist allerdings damit zu rechnen, dass die Entwicklung dem US-amerikanischen Muster folgen wird. Das bedeutet ein Abflauen der wirtschaftlichen Aktivität, wie sich am Konjunkturindex ISM ablesen lässt. Analysten prognostizieren für 2008 ein Nullwachstum in Europa. Für 2009 und 2010 lauten die Prognosen dagegen auf +13% bzw. +9%. In Anbetracht des

Letztlich ist allerdings damit zu rechnen, dass die Entwicklung dem US-amerikanischen Muster folgen wird. Das bedeutet ein Abflauen der wirtschaftlichen Aktivität, wie sich am Konjunkturindex ISM ablesen lässt. Analysten prognostizieren für 2008 ein Nullwachstum in Europa. Für 2009 und 2010 lauten die Prognosen dagegen auf +13% bzw. +9%. In Anbetracht des

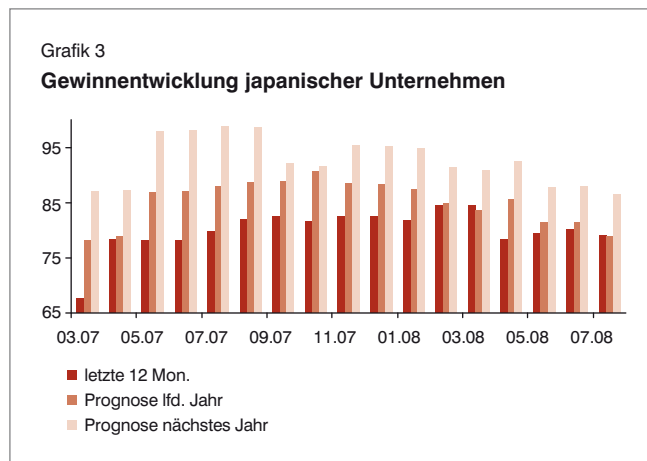


aktuell schwierigen Umfelds scheinen diese Wachstumsschätzungen allerdings übertrieben. Für die USA stehen die Vorhersagen auf +3,5% (2008), +24% (2009) und +15% (2010). Dieser Konjunkturoptimismus zeigt sich insbesondere auch an den Gewinnprognosen für US-amerikanische Banken. Was den Gewinn pro Aktie (EPS) betrifft, rangieren diese Prognosen von US-Dollar 4,6 in 2007 über null in 2008 und US-Dollar 4,3 in 2009 bis hin zu US-Dollar 7,4 in 2010. Aus diesen Gewinnsschätzungen geht nicht hervor, dass die Profitabilität der Banken strukturell angeschlagen ist, was unseres Erachtens allerdings der Fall ist. Hier besteht immer noch Spielraum für ein weiteres Nachlassen. Überdies ist die Trendentwicklung bei den EPS der Banken – relativ gesehen – immer noch eindeutig negativ. Auch die Kurse wackeln, und daran würde sich selbst bei einem Wiedererstarren der Gewinnentwicklung nichts ändern. Aus diesem Grunde raten wir von einem verstärkten Engagement in diesem Sektor ab.

Bei den Renditen sind die Aussichten auf kurze Sicht durchaus positiver. Der Konjunkturabschwung sowie die Tatsache, dass die Kerninflation ihren Höhepunkt bereits überschritten hat, drücken hier auf das Renditeniveau. Dieser Prozess könnte noch eine Weile anhalten und für attraktive Bewertungen sorgen. Bei Zugrundelegung eines Szenarios, in dem die Kerninflation rate entweder stabil bleibt oder steigt, scheint es den Renditen zehnjähriger Anleihen indes längerfristig an der nötigen Ausgewogenheit zu mangeln. Auch die Erdöl- und Lebensmittelpreise dürfen nicht außer Acht gelassen werden. Hier könnte sich zu Beginn des nächsten globalen Aufschwungs ein struktureller Aufwärtsdruck auf die Kerninflation rate abzeichnen. Zu dem Zeitpunkt wird die Kreditkrise hoffentlich weitgehend ausgestanden sein und eine erstarkte konjunkturelle Dynamik in den Schwellenländern neue Impulse für westliche Importeure bieten. Mit einer langfristig anhaltenden Attraktivität der Bewertungen ist wohl nicht zu rechnen. Die langfristigen implizierten Risikoprämien haben einen historischen Höchststand erreicht. Dies gilt ebenso für den Spread zwischen Dividendenrendite und der Rendite zehnjähriger Anleihen. Der im Vergleich zum Vorjahr niedrigere Ölpreis sollte sich ebenfalls günstig auf die Entwicklung der Risikoaufschläge auswirken und hier eine Abwärtskorrektur einleiten. Auch das Fed-Modell und der Stoxx 50 haben nahezu den überkauften Bereich erreicht. Hier beträgt die potenzielle Bewertungslücke gegenwärtig 37% gegenüber 42,5% am 15. Juli. Auf 41% belief sich auch die durchschnittliche Bewertungslücke während der letzten Markttiefstände (15.07., 23.01. und 17.03.). Demgegenüber betrug diese Lücke jeweils vor dem Einsetzen einer Baisse 3% (01.01.), 22% (27.02.) und 19% (22.05.). Auch die Zinsstrukturkurve scheint jetzt günstig zu sein.

### Fazit

Insgesamt stellt sich die Situation ausgeglichen dar: Einerseits erleben wir derzeit einen Konjunkturabschwung mit anhaltend hohen Credit Spreads und geopolitischen Spannungen. Andererseits sind die Bewertungen – vor dem Hintergrund einer neutralen Renditestrukturkurve – sowohl kurz- als auch langfristig überzeugend. Gleichzeitig geht die Inflation zurück. Wir erwarten daher lustlos tendierende Märkte mit leichter Tendenz nach unten.



## Aktien – Japan

### Zusätzlicher Druck auf japanischen Aktienmarkt

Während des Berichtszeitraums (Juli bis August) fiel der japanische Markt weitaus stärker als andere entwickelte Märkte und blieb um über 600 Bp. hinter dem S&P 500 sowie mehr als 400 Bp. hinter dem MSCI EMU zurück. Aufgrund des für das dritte Quartal erwarteten Konjunkturerinbruchs in den USA mussten japanische Unternehmen Umsatzeinbußen hinnehmen. Dies ist insofern Besorgnis erregend, als dass hier der immense Einfluss der US-Wirtschaft deutlich wird, der sich insbesondere auch bei den Prognosen der Ganzjahresgewinne vor dem Hintergrund der Steuersenkungen in den USA im ersten Halbjahr bemerkbar gemacht hatte. Unternehmen, deren Erträge im zweiten Quartal

besser als erwartet ausgefallen sind, bleiben tendenziell bei ihren Prognosen für das Finanzjahr. Insgesamt deuten die Prognosen für den Topix auf einen leichten Rückgang der Erträge um 0,3%

im laufenden Finanzjahr hin (das im März 2009 endet). Bereits im kommenden Jahr ist Prognosen zufolge mit einem kräftigen Zuwachs von 9,6% zu rechnen. Nach unserem Dafürhalten ist diese Einschätzung übermäßig optimistisch; wir rechnen künftig mit nach unten korrigierten Ertragserwartungen.

Auch wenn sich das Engagement japanischer Banken am US-Subprime-Markt in Grenzen hält, hat die Finanzkrise sich mittlerweile auch auf den Bankensektor in Japan ausgeweitet. Nach Angaben von Teikoku Databank Ltd., Japans größter privater Kreditagentur, haben sich die Gesamtverbindlichkeiten von Unternehmen, die Insolvenzantrag gestellt haben, im Juli gegenüber dem Vorjahr auf 640 Mrd. Yen (5,87 Mrd. US-Dollar) verdoppelt. In den drei Monaten zum 30. Juni stiegen die Kreditausfälle bei Japans elf größten Banken sprunghaft um 62% auf 234,1 Mrd. Yen an. Die Verschärfung der Kreditvergabekriterien ist die logische Antwort der Banken auf eine solche Entwicklung. Dadurch steigen wiederum die Refinanzierungskosten und das Risiko weiterer Insolvenzen. Hinzu kommt, dass sich die Differenz zwischen Input- und Outputpreisen vergrößert. Die Folge ist zunehmender Druck auf die operative Marge der Unternehmen. Sofern unsere Erwartungen zutreffen und sich die globalen Wirtschaftsbedingungen im weiteren Jahresverlauf noch weiter abschwächen, werden Stimmung und Cashflows an den Aktienmärkten geradezu zwangsläufig leiden.

# Anleihen

Bis Ende Juni standen die Anleihemärkte angesichts des Höhenflugs beim Erdöl völlig unter dem Eindruck von Inflations Sorgen. Der Preissturz um etwa 20% von seinem höchsten Stand

## Ölpreiskorrektur und Konjunkturdämpfung drückten die Zinserträge nach unten

sowie zunehmende Hinweise darauf, dass auch der Rest der Welt dem rezessiven Strudel der US-Wirtschaft nicht enttrinnen kann, haben das inflationäre Bild entspannt und drücken weltweit

auf die Renditen. So ist die Benchmark-Rendite zehnjähriger Anleihen in den USA seit Ende Juni um rund 30 Bp. gefallen; im Euro-Raum betrug der Rückgang sogar 40 Bp. Im Kurzfristbereich der Zinskurve war der Rückgang sogar noch augenfälliger. Während die Anhebung der Leitzinsen durch die EZB auf 4,25% Anfang Juli bereits eingepreist war, trugen die Märkte erst ab Monatsmitte einer weniger restriktiven Geldpolitik Rechnung. Da die jüngsten offiziellen Verlautbarungen der EZB und der Federal Reserve keine weiteren Zinsanhebungen signalisierten, dürften sich die beiden Notenbanken vorerst abwartend verhalten. Entsprechend sanken die Renditen zweijähriger Anleihen auf beiden Seiten des Atlantiks um rund 50 Bp. Die Zinsstrukturkurven sind daher etwas steiler als vor zwei Monaten. Angesichts der derzeit herrschenden beträchtlichen Ungewissheit ist die Zinskurve im Euro-Raum mit einem Spread von weniger als 10 Bp. zwischen zwei- und zehnjährigen Anleihen allerdings noch viel zu flach. Dies gilt umso mehr, als die nächste Anpassung der Leitzinsen durch die EZB wohl eine Zinssenkung sein wird, auch wenn damit nicht in der näheren Zukunft zu rechnen ist.

## Erfreuliche Aussichten für die Anleihemärkte

Die allgemein günstigen Rahmenbedingungen für die internationalen Anleihemärkte sollten bis auf weiteres anhalten. Da wir kurzfristig nicht mit einer wesentlichen Erholung des Ölpreises rechnen, dürften die Kerninflationen in den kommenden Monaten wieder fallen. Auch wenn es noch eine Weile dauern wird, bis die Zweitrundeneffekte schwächer werden und die Inflationsraten ein zuträglicheres Niveau erreicht haben, so geht der Trend doch eindeutig nach unten. Im Euro-Raum sollte die Inflationsrate wieder unter 3% fallen und in den USA unter 4%.

Entsprechend werden auch die Inflations Sorgen zurückgehen. Infolge der fallenden Erdölpreise fand bei den so genannten „Inflation Linkers“ am kurzen Ende der Kurve im Euro-Raum sowie bei US-amerikanischen Linkers seit Anfang Juli ein Kursrutsch statt. Entsprechend passen wir unsere Empfehlung hier von „Verkaufen“ auf „Neutral“ an. Mittelfristig und lang laufende Euro-Linker weisen jedoch immer noch eine Inflationsrate zwischen 2,3% und 2,5% ein. Wir bleiben daher bei unserer Empfehlung, in diesen Laufzeitbereichen unterzugeschichtet.

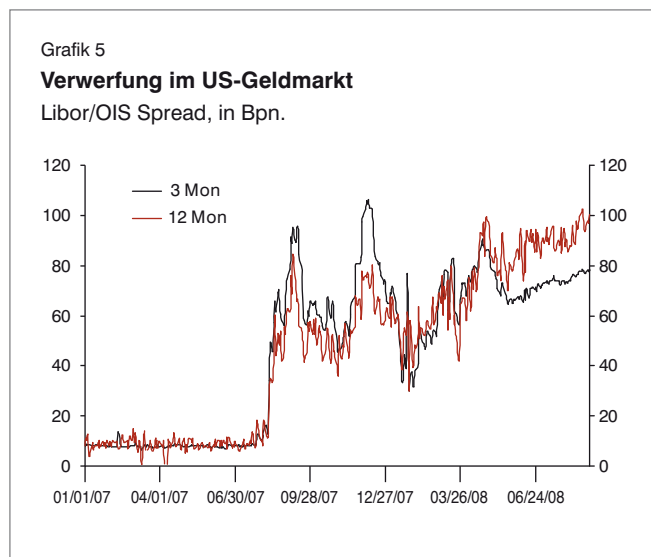
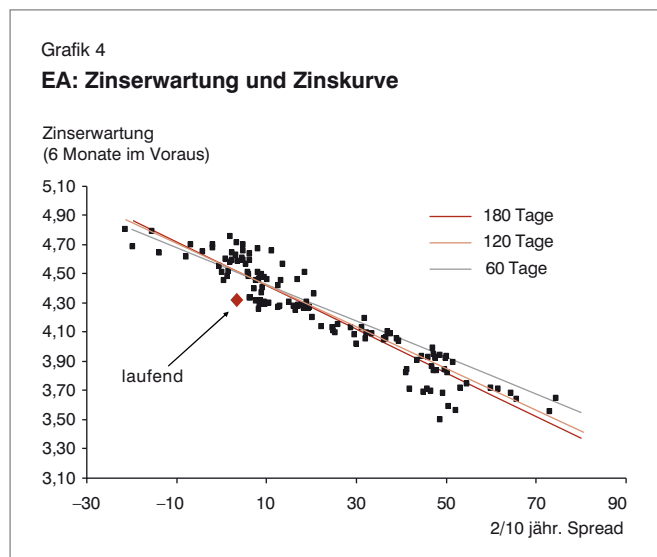
## Minderung der Budgetsituation sollte zu sinkenden Swap-Spreads führen

Die entspannteren Inflationsaussichten werden diese Linker in den kommenden Monaten belasten und zudem die nominalen Anleiherenditen drücken. Ferner wird sich die schwache Konjunkturlage in den nächsten Wochen

wohl noch verschärfen. Vor allem die Wirtschaftsmeldungen aus den USA dürften jede Hoffnung zunichte machen, dass das positive – wenn auch schwache – Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 2008 anhalten wird. Für die Anleihemärkte wären derartige Meldungen indes günstig. Und schließlich dürften sich Spekulationen über eine Zinssenkung im Euro-Raum bzw. die Verschiebung eines erneuten Zinsdrosselungszyklus in den USA vor allem im Kurzfristbereich der Kurve positiv bemerkbar machen.

## Kreditkrise wieder im Blickfeld

Neben den bereits erwähnten Faktoren sollte auch die anhaltende Kreditkrise günstige Impulse für die Anleihemärkte beisteuern. Während der vergangenen Wochen haben sich die Hinweise darauf gemehrt, dass die Krise wohl bis weit ins nächste Jahr fortauern wird. Die erheblich angeschlagenen US-amerikanischen Government Sponsored Enterprises (GSE) werden sich nur noch mit staatlicher Hilfe aus dem Schlamassel befreien können, die Refinanzierungssituation im Bankensektor hat sich eindeutig verschlechtert, und die traditionellen Instrumente der Geldpolitik haben sich zum Teil als unwirksam erwiesen, da die Spreadausweitungen die niedrigeren Renditen von Staatsanleihen neutralisieren. Der Teufelskreis aus höheren Kreditkosten, niedrigeren Häuserpreisen und steigenden Ver-



lusten bei strukturierten Produkten verstärkt den Druck auf den Finanzsektor. Im Ergebnis setzt sich der Abbau der Fremdverschuldung fort und macht eine deutliche Zunahme der Renditen wenig wahrscheinlich. Der Hauptgrund für unsere nur verhalten optimistische Einschätzung von Staatsanleihen ist das bereits erreichte Niveau. Mit Effektivrenditen, die sich in den USA bereits im negativen Bereich bewegen und im Euro-Raum nur leicht positiv sind, besteht nur wenig Spielraum für einen weiteren wesentlichen Rückgang der Renditen.

### Swap-Spreads im Euro-Raum zu stark gestiegen

Trotz unserer weiterhin vorsichtigen Haltung gegenüber Kreditprodukten generell halten wir an unserer Prognose sinkender

Swap-Spreads im Euro-Raum fest. Nach einer Stabilisierungsphase im Juli stiegen die Spreads im August deutlich und erreichten ihren höchsten Stand seit März. Nach unserem Dafürhalten spiegelt dies – zumindest teilweise – die schlechte Liquiditätslage während der Sommermonate wider. Da nach unserer Einschätzung kein Zusammenbruch des Finanzsystems zu erwarten ist, sollten die Verschärfung des Haushaltsdefizits und eine steilere Renditestrukturkurve im Euro-Raum bereits die Weichen für eine Verengung der Swap-Spreads in den nächsten Wochen stellen.

## Währungen

Im letzten Monat fiel der Euro um 9 Cents auf ein Niveau von 1,48 USD/EUR und lag damit sogar unter dem von uns prognostizierten Niveau von 1,53 USD/EUR. Der Höhenflug des Greenback wurde vor allem von zwei Faktoren ausgelöst: Erstens besteht derzeit eine starke positive Korrelation zwischen dem Erdölpreis und dem Euro-Dollar-Wechselkursverhältnis. Sobald der Ölpreis fiel, ging es mit dem US-Dollar wieder aufwärts. Zweitens unterstrich EZB-Chef Trichet auf der Pressekonferenz im August die im Euro-Raum bestehenden Wachstumsrisiken. Tatsächlich fiel das Wachstum im zweiten Quartal negativ aus und blieb hinter den Erwartungen zurück. Darüber hinaus rutschte auch der deutsche ifo-Geschäftsklimaindex deutlich ab. Somit haben sich die geldpolitischen Erwartungen im Euro-

### Euro und Yen aufgrund der wirtschaftlichen Schwäche niedrigere Trading-Range gegen den USD

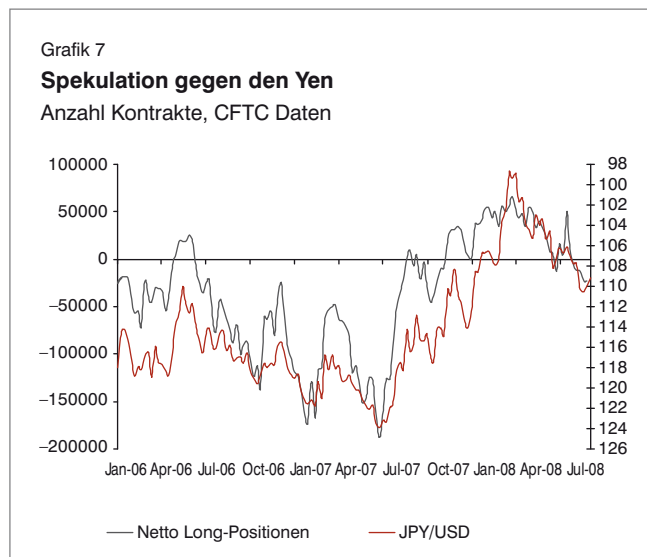
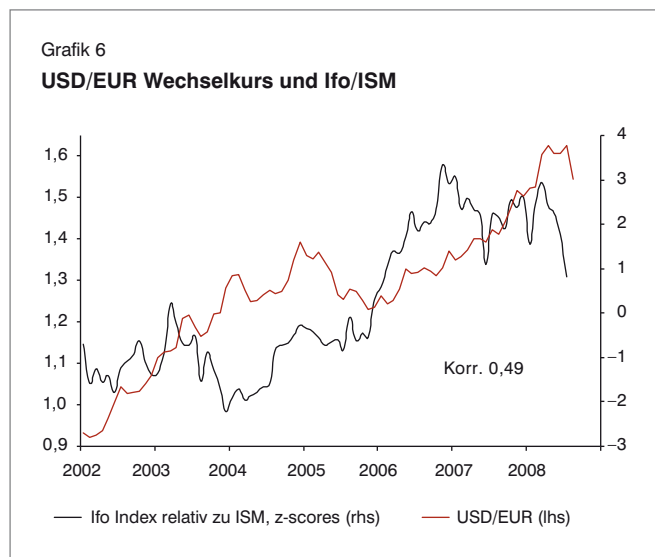
Raum von einer Anhebung zu einer Senkung der Leitzinsen gewandelt, während man in den USA weiter mit einer umgekehrten Entwicklung rechnet. Die Umkehr des voraussichtlichen transatlantischen Zinsgefälles verschaffte dem Euro zusätzlichen Auftrieb.

Aus fundamentaler Sicht ist der US-Dollar allerdings weiterhin unterbewertet. Da die US-Wirtschaft wohl bis weit ins nächste

Jahr hinein in einer – von der Kreditkrise noch verschärften – Rezession verharren wird, dürfte der Greenback sich für den Rest des Jahres in einer Bandbreite von 1,40 bis 1,50 USD/EUR bewegen. Über einen Zeithorizont von einem Monat prognostizieren wir einen Wechselkurs von 1,47 USD/EUR, da nicht mit einer wesentlichen Veränderung der Markterwartungen zu rechnen ist.

### Yen sollte nur leicht an Boden verlieren

Mitte Juni standen bereits wieder die Kreditkrise und ihre negativen Folgen für die US-Konjunktur im Mittelpunkt des Marktinteresses. Entsprechend kam der US-Dollar erneut unter Druck und fiel im Zuge des Fannie Mae/Freddie Mac-Debakels auf ca. 105 JPY/USD. Die gemeinsame Ankündigung des US-Finanzministeriums und der Federal Reserve, die vorläufige Kontrolle über die angeschlagenen halbstaatlichen Hypothekenfinanzierer zu übernehmen, erwies sich indes am Markt als wirksame vertrauensbildende Maßnahme. Zeitgleich erreichte der Preis für ein Barrel Rohöl seinen höchsten Stand. Damit ließen die Inflationsängste spürbar nach und US-Aktien tendierten höher. Überdies fielen einige US-Daten wie Exportzahlen und die von den Steuernachlässen angekurbelte Verbrauchernachfrage besser als erwartet aus. Japanische Aktienwerte mussten hin-



gegen aufgrund einer schwachen Berichtssaison und düsteren Aussichten für das zweite Quartal Verluste hinnehmen. Entsprechend fiel der Yen auf ein Level von rund 109 bis 110 JPY/USD. Die Märkte werden sich wohl bis auf weiteres in dieser Trading-Range einpendeln, da sich die geldpolitisch Verantwortlichen auf beiden Seiten des Pazifiks abwartend verhalten. Last but not least dürften die volkswirtschaftlichen Daten gleichermaßen schwach ausfallen. Alles in allem sollte der Yen aber nur leicht an Boden verlieren.

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.general.com

Aktien – Japan: **Marianna Gurmman**

Tel: + 49 221/1636-439

E-mail: marianna.gurmman@geninvest.de

Anleihen: **Dr. Florian Späte, CIIA**

Tel: + 49 221/1636-367

E-mail: florian.spaete@geninvest.de

Währungen:

**Dr. Christoph Siepmann & Dr. Martin Wolburg, CIIA**

Tel: + 49 221/1636-342/-346

E-mail: christoph.siepmann@geninvest.de  
martin.wolburg@geninvest.de

Tabelle 3

**Entwicklung der Renten, Wechselkurse und Rohstoffe**

|  | aktuell    | 1 M  | 3 M  | 12 M | JE* 2007 |
|--|------------|------|------|------|----------|
| Stand:                                   | 29.08.2008 |      |      |      |          |
| <b>3-Monats-Geldmarktsatz</b>            |            |      |      |      |          |
| US 3M Libor                              | 2,81       | 2,80 | 2,68 | 5,54 | 4,70     |
| EUR Eonia                                | 4,36       | 4,29 | 4,11 | 4,05 | 3,92     |
| EUR 1M Libor                             | 4,50       | 4,48 | 4,46 | 4,43 | 4,28     |
| EUR 3M Libor                             | 4,96       | 4,96 | 4,86 | 4,73 | 4,68     |
| JPN 3M Libor                             | 0,88       | 0,90 | 0,92 | 0,98 | 0,90     |
| UK 3M Libor                              | 5,75       | 5,79 | 5,86 | 6,61 | 5,99     |
| SWI 3M Libor                             | 2,75       | 2,76 | 2,78 | 2,88 | 2,76     |
| <b>Renten</b>                            |            |      |      |      |          |
| 2J. Treasuries                           | 2,36       | 2,63 | 2,62 | 4,14 | 3,07     |
| 5J. Treasuries                           | 3,07       | 3,37 | 3,41 | 4,27 | 3,46     |
| 10J. Treasuries                          | 3,80       | 4,04 | 4,08 | 4,54 | 4,03     |
| 2J. Bunds                                | 4,11       | 4,34 | 4,34 | 3,96 | 3,96     |
| 5J. Bunds                                | 4,09       | 4,40 | 4,32 | 4,06 | 4,12     |
| 10J. Bunds                               | 4,17       | 4,46 | 4,43 | 4,21 | 4,33     |
| 2J. JGBs                                 | 0,72       | 0,78 | 0,89 | 0,87 | 0,71     |
| 5J. JGBs                                 | 0,97       | 1,12 | 1,35 | 1,15 | 1,01     |
| 10J. JGBs                                | 1,41       | 1,55 | 1,78 | 1,59 | 1,50     |
| 2J. Gilts                                | 4,49       | 4,86 | 5,11 | 5,32 | 4,35     |
| 5J. Gilts                                | 4,46       | 4,83 | 5,00 | 5,20 | 4,46     |
| 10J. Gilts                               | 4,47       | 4,89 | 5,03 | 5,03 | 4,50     |
| 2J. Bonds SWI                            | 1,58       | 1,71 | 1,68 | 2,53 | 2,20     |
| 5J. Bonds SWI                            | 2,56       | 2,77 | 2,89 | 2,64 | 2,73     |
| 10J. Bonds SWI                           | 2,88       | 3,13 | 3,22 | 2,93 | 2,97     |
| <b>10J. Swap Spreads</b>                 |            |      |      |      |          |
| USA                                      | 68         | 70   | 66   | 72   | 64       |
| EUR                                      | 50         | 47   | 41   | 42   | 39       |
| <b>Euro Unternehmensanleihen Spreads</b> |            |      |      |      |          |
| JPM Credit Industrials                   | 164        | 161  | 143  | 96   | 129      |
| <b>Emerging-Markets-Anleihen Spreads</b> |            |      |      |      |          |
| EMBI Lateinamerika                       | 344        | 316  | 277  | 255  | 275      |
| EMBI Asien                               | 295        | 279  | 240  | 209  | 214      |
| Euro EMBI Europa                         | 103        | 110  | 86   | 69   | 73       |
| <b>Währungen</b>                         |            |      |      |      |          |
| USD/EUR                                  | 1,47       | 1,56 | 1,55 | 1,37 | 1,46     |
| JPY/USD                                  | 109        | 108  | 106  | 116  | 112      |
| GBP/EUR                                  | 0,81       | 0,79 | 0,79 | 0,68 | 0,73     |
| CHF/EUR                                  | 1,62       | 1,63 | 1,63 | 1,64 | 1,66     |
| <b>Rohstoffe</b>                         |            |      |      |      |          |
| Gold \$/Oz                               | 835        | 918  | 884  | 667  | 836      |
| Crude Oil Brent \$/Barrel                | 113        | 122  | 129  | 71   | 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:                  | 29.08.2008 |       |        |        |        |
| <b>Welt</b>             |            |       |        |        |        |
| MSCI World              | 964        | 2,0%  | -8,9%  | -13,9% | -14,8% |
| <b>USA</b>              |            |       |        |        |        |
| S&P500                  | 1283       | 1,6%  | -8,3%  | -12,4% | -12,6% |
| Dow Jones               | 11544      | 1,3%  | -8,7%  | -13,1% | -13,0% |
| Nasdaq                  | 2368       | 2,1%  | -5,6%  | -7,6%  | -10,7% |
| <b>Europa</b>           |            |       |        |        |        |
| DJ Euro Stoxx TMI Large | 285        | 2,0%  | -11,6% | -21,0% | -23,7% |
| DJ Euro Stoxx 50        | 3366       | 1,2%  | -10,3% | -19,7% | -23,5% |
| MSCI EMU                | 187        | 2,2%  | -11,7% | -21,0% | -23,1% |
| DJ Stoxx 600            | 288        | 3,1%  | -10,2% | -21,4% | -21,0% |
| DJ Stoxx 50             | 2916       | 2,7%  | -8,3%  | -20,7% | -20,9% |
| MSCI Europe             | 1254       | 3,7%  | -9,5%  | -16,9% | -18,8% |
| CAC40                   | 4483       | 3,8%  | -9,9%  | -18,8% | -20,2% |
| DAX30                   | 6422       | 0,4%  | -9,0%  | -13,7% | -20,4% |
| MIB30                   | 29610      | 1,5%  | -12,5% | -25,4% | -23,9% |
| FTSE100                 | 5637       | 6,0%  | -7,1%  | -8,1%  | -12,7% |
| SMI                     | 7239       | 3,5%  | -4,0%  | -17,1% | -14,7% |
| <b>Japan</b>            |            |       |        |        |        |
| Topix                   | 1255       | -2,1% | -9,1%  | -19,4% | -15,0% |
| <b>Asien ex Japan</b>   |            |       |        |        |        |
| MSCI AC Asia ex Jp      | 511        | -2,7% | -17,0% | -14,8% | -25,9% |

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:                               | 29.08.2008 |       |        |        |        |
| <b>Grundstoffe</b>                   | 251        | 1,9%  | -16,3% | -0,8%  | -10,0% |
| <b>Energie</b>                       | 174        | 4,6%  | -12,9% | 0,6%   | -9,8%  |
| Öl & Gas                             | 172        | 4,2%  | -12,9% | 1,1%   | -9,9%  |
| <b>Industriegüter</b>                | 149        | 5,2%  | -10,0% | -19,5% | -20,5% |
| <b>Gebrauchsgüter</b>                | 79         | 4,2%  | -8,7%  | -26,8% | -23,4% |
| Automobile                           | 90         | 1,0%  | -11,0% | -23,6% | -25,7% |
| Medien                               | 64         | 6,5%  | -6,4%  | -24,2% | -21,2% |
| Handel                               | 76         | 4,7%  | -8,5%  | -37,0% | -29,4% |
| <b>Verbrauchsgüter</b>               | 127        | 4,4%  | -8,2%  | -9,6%  | -16,3% |
| Nahrungsmittel/Kosmetik Einzelhandel | 80         | 5,9%  | -10,5% | -19,5% | -22,6% |
| Nahrungsmittelproduktion             | 122        | 2,5%  | -7,7%  | -8,3%  | -14,0% |
| Haushaltswaren                       | 243        | 2,7%  | -8,6%  | -4,1%  | -13,0% |
| <b>Gesundheit</b>                    | 97         | 3,3%  | 6,6%   | -6,3%  | -5,3%  |
| Pharma                               | 93         | 2,5%  | 7,5%   | -5,8%  | -4,7%  |
| <b>Telekommunikation</b>             | 69         | 3,1%  | -8,8%  | -15,2% | -25,2% |
| <b>Versorger</b>                     | 158        | 1,6%  | -9,6%  | -3,9%  | -16,5% |
| <b>Finanzen</b>                      | 84         | 4,1%  | -11,6% | -30,6% | -26,5% |
| Bank                                 | 100,1      | 2,5%  | -10,7% | -30,8% | -26,4% |
| Finanzdienstleister                  | 74         | 2,1%  | -22,0% | -33,5% | -34,2% |
| Versicherungen                       | 52,4       | 7,2%  | -10,5% | -24,0% | -21,4% |
| <b>Informationstechnologie</b>       | 60         | 2,7%  | -4,1%  | -25,9% | -20,4% |
| IT-Services                          | 16,8       | 4,2%  | -1,8%  | -11,8% | -1,1%  |
| Software                             | 89,4       | 2,4%  | 6,1%   | 1,4%   | 5,9%   |
| Kommunikations-ausrüstung            | 68,0       | 0,5%  | -6,9%  | -32,7% | -28,5% |
| Computer und Peripheriegeräte        | 49,6       | 5,3%  | -13,6% | -14,3% | -29,5% |
| Halbleitersausrüstung                | 87,7       | 17,2% | -5,3%  | -32,7% | -23,5% |

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)  
Marianna Gurmann (Tel.: +49 221/1636-439)  
Dr. Thomas Hempell (Tel.: +49 221/1636-341)  
dott. Michele Morganti (Tel.: +39 040/671-599)  
Vladimir Oleinikov, CFA (Tel.: +49 221/1636-317)

Dr. Thorsten Runde (Tel.: +49 221/1636-364)  
Frank Ruppel (Tel.: +49 221/1636-347)  
Dr. Christoph Siepmann (Tel.: +49 221/1636-342)  
Dr. Florian Späte, CIAA (Tel.: +49 221/1636-367)  
Dr. Martin Wolburg, CIAA (Tel.: +49 221/1636-346)

**E-Mails Deutschland:**  
vorname.nachname@geninvest.de

**E-Mails Italien:**  
vorname.nachname@am.generalinvest.com

**Editor:**

Elisabeth Weinberg (Tel.: +49 221/1636-354)

**Herausgeber:**

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

**Redaktionsschluss:**

29. August 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