

Markttrends

Zusammenfassung

Überblick

- Der Zusammenbruch einer großen US-amerikanischen Investmentbank löste im März weitere Turbulenzen an den Märkten aus.
- Die US-Notenbank Federal Reserve reagierte entschieden auf die jüngsten Ereignisse und senkte nicht nur den Diskontsatz weiter, sondern vergab auch erstmals Kredite direkt an Broker. Infolge der dezidierten Fed-Maßnahmen beruhigten sich die Märkte allmählich wieder.
- Die allgemeinen Aussichten für die Märkte sind indes trübe. Angesichts fallender Häuserpreise in den USA werden wohl weitere Abschreibungen auf Structured-Credit-Produkte nötig sein. Erschwerend kommt hinzu, dass die jetzt einsetzende Rezession die Geschäftserwartungen der US-Wirtschaft zwangsläufig dämpfen wird.
- Trotz alledem bestehen Chancen für eine kurzfristige Stabilisierung der Märkte, da die Fed bereits weitreichende Maßnahmen zur Sicherung der Liquidität eingeleitet hat.

Aktien

- Mit Ausnahme des S&P500 waren die Märkte im März rückläufig. Wegen des stärkeren Yen musste der Topix die deutlichsten Einbußen hinnehmen. Aber auch die Emerging Markets verloren aufgrund ihrer relativen Überbewertung und der Wiederankoppelung bzw. Wiederanbindung an den amerikanischen Konjunkturzyklus an Boden.
- Seit der letzten Kurskorrektur sind die Aktienmärkte im Hinblick auf das steigende Kreditrisiko jetzt besser gerüstet. Eine kurzfristige Bärenmarkt-Rally ist möglich.
- Die anstehenden Dividendenzahlungen sowie die Aussicht auf Steuererleichterungen in den USA dürften den Märkten ebenfalls neue Impulse bieten. Die Risikozuschläge haben jetzt ihren Höchststand erreicht und werden voraussichtlich gegen den Mittelwert konvergieren.

Anleihen

- Die Volatilität an den Anleihemärkten hat während der letzten Wochen angehalten. Bis Mitte März waren die Renditen rückläufig, Konsequenz der allgemeinen Rezessionsängste und vor allem der fortgesetzten Negativmeldungen aus dem US-Bankensektor.



- Die Rettung von Bear Stearns und eine Reihe unkonventioneller Maßnahmen der US-Notenbank markierten indes einen Wendepunkt. Seitdem hat sich die Stimmung nachhaltig verbessert. In der Folge erholten sich die Renditen, und auch die Credit-Spreads verengten sich deutlich.
- Wir gehen zwar davon aus, dass das Umfeld angesichts weiterer Abschreibungen und Negativmeldungen aus dem Finanzsektor von Ungewissheit geprägt sein wird, erwarten indes eine Erholung der Renditen im Monatsverlauf. Dies sollte aber nicht als das Ende der Kreditkrise missverstanden werden. Der gegenwärtige Optimismus beruht in erster Linie darauf, dass ein Konkurs von Bear Stearns abgewendet werden konnte und sich jetzt etwas mehr Spielraum für einen moderaten Anstieg der Renditen abzeichnet.

Währungen

- Im Zuge der Bear-Stearns-Krise fiel der US-Dollar auf einen neuen Tiefststand von 1,59 USD/EUR, während er gleichzeitig seinen höchsten Stand gegenüber dem britischen Pfund seit zwölf Jahren erreichte.
- Wir gehen davon aus, dass die aktuelle Dollarschwäche gegenüber dem Euro auch im kommenden Monat anhalten wird. Da die Bear-Stearns-Krise sich sozusagen in Wohlgefallen aufgelöst hat und zudem die Möglichkeit einer geldpolitischen Intervention besteht, rechnet man allerdings mit einem allmählichen Wertverlust.



Tabelle 1

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

Überblick

In den letzten vier Wochen kam es wieder zu erheblichen Unruhen an den Märkten. Diese erneuten Turbulenzen wurden in erster Linie vom Zusammenbruch einer großen US-amerikanischen Investmentbank ausgelöst. Am 17. März fiel die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen in den USA mit 3,36% auf einen neuen Tiefststand in diesem Zyklus, während sie in der Eurozone auf 3,69% sank. Auch die Aktienmärkte erlebten massive Kurseinbrüche. So hat der S&P500 in diesem Jahr bereits 13% eingebüßt und der Euro STOXX 50 sogar 21%.

Die Fed reagierte mit aller Entschiedenheit, um einen Kollaps des amerikanischen Finanzsystems zu verhindern. Zunächst griff sie JP Morgan im Zusammenhang mit der Übernahme der schwer angeschlagenen Investmentbank Bear Stearns finanziell unter die Arme. Zudem vergeben die Währungshüter über zwei neue

Durch entschlossene Fed-Aktion weitere Beruhigung der Märkte ...

Finanzierungsfazilitäten erstmals direkte Kredite an Broker. Damit steht das so genannte Diskontfenster gegen entsprechende Sicherheitsleistung (darunter hypothekarisch und wertpapiermäßig abgesicherte Anleihen, für die es einen Marktpreis gibt) jetzt auch den Investmenthäusern zur Verfügung. Nachdem die Fed den Leitzins bereits im Januar um 125 Basispunkte (Bp.) gesenkt hatte, setzte sie ihren aggressiven Zinssenkungskurs im März fort: Am 18. März fiel der amerikanische Leitzins um weitere 75 Bp. und damit auf 2,25%, seinen niedrigsten Stand seit dem Jahr 2003. Dank der von der US-amerikanischen Notenbank demonstrierten Entschlossenheit und moderat positiver Überraschungen bei der Ertragsentwicklung zweier großer US-Investmentbanken hat sich auch die Marktstimmung wieder etwas erholt.

Krise noch nicht vorbei

Trotz der jüngsten Erholung, die noch ein paar Wochen anhalten sollte, sind die allgemeinen Aussichten weiterhin trübe. Das hat vor allem zwei Gründe. Erstens befindet sich die US-Wirtschaft erst am Anfang einer Rezession, die sich letztendlich

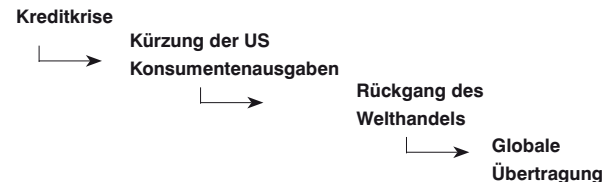
Tabelle 2

Anleihen	aktuell	1M.	12M.
10 J. Treasuries (USA)	3,47	3,60	4,30
10 J. Bunds (Deutschland)	3,83	3,90	4,40
10 J. JGBs (Japan)	1,27	1,35	1,80
Unternehmensanleihen	aktuell	1M.	12M.
IBOXX Corporates Non Fin Index	163	163	90
Währungen	aktuell	1M.	12M.
USD/EUR	1,56	1,57	1,40
JPY/USD	100	102	112
GBP/EUR	0,78	0,80	0,77
Aktien	aktuell	1M.	12M.
S&P 500	1340	1380	1430
DJ EURO STOXX TML	306	311	340

Aktuelle Werte = Durchschnittswerte der letzten fünf Handelstage

Grafik 1

Erwarteter Aufbau des globalen Abwärtstrends



auch auf andere Teile der Weltwirtschaft ausweiten wird. Bisher hat sich der Dominoeffekt weder in der Eurozone noch an den schnell wachsenden Schwellenländermärkten bemerkbar gemacht. In Anbetracht der Tatsache, dass nahezu 20% des Welt-BIP auf US-amerikanischen Konsum entfällt, dürfte sich das bald ändern. Um Missverständnissen vorzubeugen: Wir erwarten durchaus keine Rezession in Regionen wie Indien oder China. Gleichwohl wären wir sehr überrascht, wenn der Abschwung in den USA ohne spürbare Folgen für diese Volkswirtschaften (oder die Eurozone) bliebe.

Zweitens besteht die eigentliche Ursache der aktuellen Probleme, nämlich der Verfall des US-Häusermarktes, nach wie vor. Der Angebotsüberhang auf dem Immobilienmarkt ist – bei gleichzeitig gespannter Kreditsituation – immer noch massiv und kann erst dann abgebaut werden, wenn die Preise noch weiter purzeln. Dem weithin beachteten S&P-Case/Shiller-Hauspreisindex (Composite-20 Index) zufolge sind die Häuserpreise in den letzten drei Monaten auf das ganze Jahr hochgerechnet um 23% gefallen. Angesichts kontinuierlich sinkender Preise

nimmt nach unserer Einschätzung auch der Druck auf Structured-Credit-Produkte zu. Weitere Abschreibungen sind daher wahrscheinlich. Natürlich ist noch nicht abzusehen, wann und wo genau diese Verluste eintreten werden. Eines ist jedenfalls sicher, nämlich dass sie eintreten werden.

Vor diesem Hintergrund ist Vorsicht angeraten. Kurzfristig mag sich zwar ein gewisses Aufwärtspotenzial für Aktien- und Anleiherenditen abzeichnen, diese Zuwächse sind nach unserer Einschätzung jedoch nicht über einen Drei- bis Sechsmontatshorizont aufrechtzuerhalten. Bei diesen Zuwächsen dürfte es sich lediglich um eine Reaktion auf die bisherigen – und künftigen – drastischen Fed-Maßnahmen handeln. Es empfiehlt sich allerdings, diese Gelegenheiten zur Anpassung der Portfolios an die immer noch am Markt bestehenden strukturellen Risiken zu nutzen.

Aktien

Aktienrenditen

Mit Ausnahme der US-Indizes fielen die Märkte im Laufe des Monats. Unsere Hoffnung auf eine vorübergehende Erholung

hat sich damit zerschlagen. Trotz des schwierigen Umfelds sind wir, was die Entwicklung im kommenden Monat betrifft, optimistisch.

Durch Aktienmarkt implizierte Risikoprämie erreicht Allzeithoch

Vorausgesetzt, dass sich die Rahmendaten nicht verändern, bleiben wir dennoch für dieses Quartal bei unserer Prognose stagnierender Renditen. Die Einschätzung entspricht den Ergebnissen unseres letzten OTAC-Meetings. Der japanische Markt litt besonders unter dem gestärkten Yen (seit zwei Jahren hohe Korrelation mit dem Dollar und innerhalb des letzten Monats fünfprozentiger Zuwachs gegenüber der US-Währung) und ließ um 7 % nach. Verstärkt wurde der Trend durch ein ungünstiges volkswirtschaftliches Umfeld. Die europäischen Märkte setzten aus den gleichen Gründen wie im Februar ihren Abwärtskurs fort und verloren 3,5 %. Wie im Vormonat belasteten Faktoren wie Kreditkrise, sich verschlechterndes makroökonomisches Umfeld (Wiederankoppelung an den Konjunkturzyklus in den USA), der starke Euro (+4 %) und die strikte geldpoliti-

sche Haltung der EZB die Märkte. Die Spreads von Unternehmensanleihen legten wieder zu, während Liquiditätsprobleme die Marktdynamik lähmen.

Branchen Unter den europäischen Branchen waren Telekommunikation und IT sowie die Ölindustrie am stärksten betroffen. Die in absoluten Zahlen attraktive Bewertung des TMT-Sektors steht im Widerspruch zu seinen KGVs. Ende Februar übertrafen die KGVs den Index, Ausdruck der Hoffnung, die der Markt an das Gewinnwachstum im laufenden und im kommenden Jahr knüpft (+24 % bzw. +14 %). Nach dem jüngsten Kurssturz scheinen diese Aktien jetzt stärker ihrem relativen Fair Value zu entsprechen.

Die Wiederanbindung an den Konjunkturzyklus in den USA machte den **Emerging Markets** weiter zu schaffen. Hinzu kommt, dass nach sechs Jahren relativer Outperformance der Emerging-Market-Indizes die Kluft zwischen den Volkswirtschaften zumindest kurzfristig durch stärkeres Ertragswachstum gemindert wurde. Bevor wir uns erneut dezidiert auf diesen Märkten engagieren können, müssen wir noch weitere Negativmeldungen einpreisen. Die Emerging-Market-Indizes sind an den Frühindikator US ISM gekoppelt, der bis auf weiteres wohl noch schwächeln wird.

Kurzfristige Positivfaktoren Nach den jüngsten Höchstständen hat sich an allen Märkten eine Korrektur abgezeichnet: Der US-Markt fiel um 15 %, die europäischen Märkte um 20 % und der japanische sogar um 30 %. Hier hat die Renditelücke

Markt unterstützt durch Aktionen von Fed und US-Regierung

zwischen Dividendenwerten und zehnjährigen Anleihen den höchsten Stand seit 30 Jahren erreicht. Überdies verzeichnete der Topix seinen stärksten Rückgang gegenüber dem Vorjahr (-32 %) seit 18 Jahren. Nur im Vergleich der Jahre 1991 und 1992 wurde ein stärkerer Rückgang verbucht (-37 %).

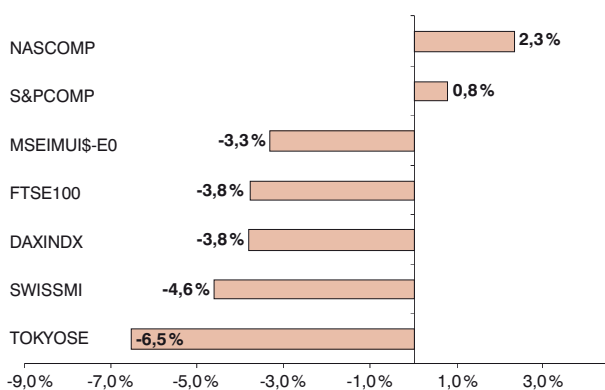
zwischen Dividendenwerten und zehnjährigen Anleihen den höchsten Stand seit 30 Jahren erreicht. Überdies verzeichnete der Topix seinen

Die durch den Aktienmarkt implizierte Risikoprämie hat inzwischen ihren historischen Höchststand erreicht (siehe Grafik rechts). Die Marktstimmung ist immer noch im Keller, und der Konjunkturoptimismus der amerikanischen Verbraucher stürzte zeitgleich mit dem Philadelphia-Fed-Beschäftigungsindex ab.

Grafik 2

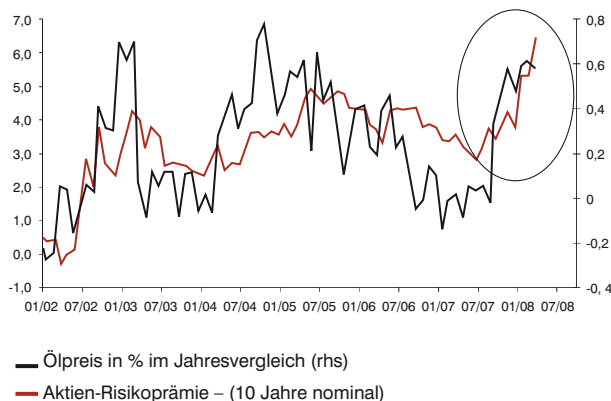
Wertentwicklung von Aktien

Veränderungen seit 29.02.2008



Grafik 3

MSCI EMU: Reale Risikoprämie & Ölpreis



Seit Ende Februar reagieren die Aktienmärkte sensibel auf schlechte Nachrichten bei Unternehmensanleihen, und auch Investoren sollten diesen Entwicklungen jetzt größere Aufmerksamkeit schenken. Die Spreads von High-Grade-Unternehmensanleihen nähern sich ebenfalls ihrem historischen Höchststand an. Die Kreditkrise ist bei weitem noch nicht ausgestanden und dürfte – von weiteren Verlusten im Finanzsektor abgesehen – auch neue Probleme an den Kapital- und Kreditmärkten mit sich bringen. Allerdings gibt es auch auf kurze Sicht Erfreuliches zu berichten.

Zunächst einmal hat die Fed ihre Handlungsbereitschaft unter Beweis gestellt. Mit den Worten unseres Kollegen Fabio Cleva: Bernanke hat mit der Rettung von Bear Stearns den Beginn einer neuen notenbankpolitischen Epoche eingeleitet. Zusätzliche Liquidität und unorthodoxe Fed-Methoden sollten die Stimmung unter den Anlegern bald heben. Wir erwarten weitere durchgreifende Maßnahmen von Seiten der US-Regierung und ein höheres Maß an geldpolitischer Entschlossenheit.

Die anstehende Dividendensaison und die jüngsten Anzeichen für eine Stabilisierung der europäischen Konjunktur stützen unsere positive Einschätzung. Wir gehen nach wie vor davon aus, dass die wirtschaftliche Wiederannäherung zwischen der Eurozone und den USA (und ihres Ertragswachstums) sich über die kommenden Monate verstärkt abzeichnen wird. Last but not least hat sich die Renditekurve in letzter Zeit stabilisiert, während der S&P500 (Veränderung gegenüber dem Vorjahr) die erste Phase der negativen Gewinnkorrekturen bereits mehr als eingepreist hat (wenn auch die EPS-Wachstumsprognosen weiterhin zu hoch angesetzt sind).

Auf mittlere Sicht verhalten wir uns weiterhin abwartend. Erstens haben die Abwärtskorrekturen bei den Ertragsprognosen in Europa gerade erst begonnen. Daher kann hier noch nicht von einer nachhaltigen Rally gesprochen werden. Die Erwartungen für das Umsatzwachstum in Europa liegen für das Jahr 2008 bei fast 6% (2,4% im Jahr 2007). Beim EBITDA erwartet man einen Zuwachs von 7% (3% im Jahr 2007), wobei die Margen in diesem und im nächsten Jahr leicht steigen sollen. Angesichts der jüngsten Zuwächse bei Investitionsausgaben und Umsätzen und der voraussichtlichen Lohnsteigerungen erscheint dieses Szenario allerdings wenig realistisch. Hinzu kommt, dass die erneute Dollar-Schwäche das künftige Exportwachstum zusätzlich

belasten wird (hier besteht noch Nachholbedarf im Verhältnis zu den USA), auch wenn die Konjunktur in der Eurozone noch ungebrochen erscheint. Insbesondere strukturelle Inflationsrisiken bewegen sich weltweit immer noch auf sehr hohem Niveau und können jederzeit erneute Unruhe unter den Investoren auslösen. Und schließlich haben die Konjunkturerwartungen der US-amerikanischen Verbraucher ihren tiefsten Stand seit 30 Jahren erreicht. Sofern die Zuversicht nicht noch weiter sinkt, könnte dies ein Hinweis darauf sein, dass die Talsohle erreicht ist. Für gewöhnlich ist der europäische Index in dieser Phase bereits um 20% gegenüber dem Vorjahr gefallen. Derzeit beträgt der Rückgang allerdings nur -14%.

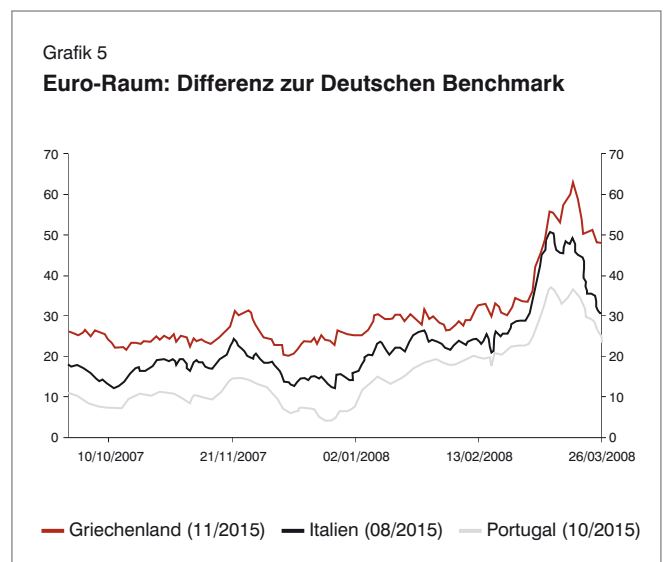
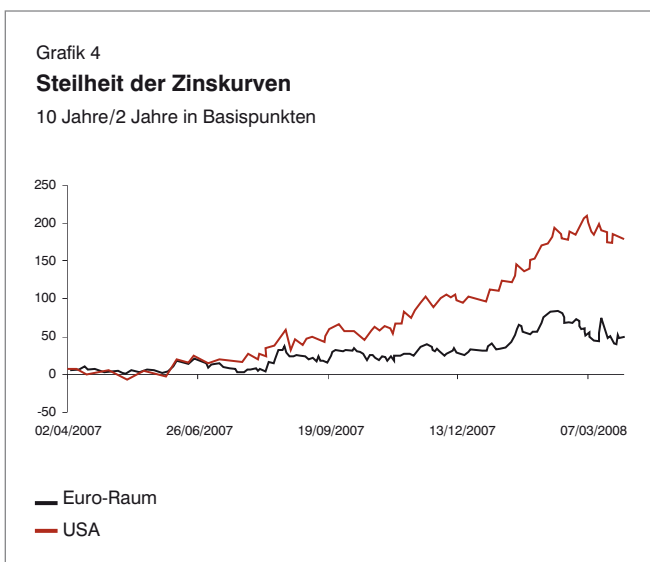
Weitere Gewinnkorrekturen möglich. (im Jahr 2002 ging der Index – bei gleichzeitig höherer Verbraucherzuversicht – um 35% gegenüber dem Jahr 2001 zurück.) Aus diesem Grunde raten wir zu verhaltener Risikoübernahme und Gewinnmitnahme, falls es tatsächlich zu der erwarteten Rally kommen sollte.

Anleihen

Insgesamt ging es bei den Renditen von Staatsanleihen im März abwärts. Die Benchmark-Renditen zehnjähriger Anleihen in den USA und der Eurozone brachen ein, als Gerüchte über Liquiditätsprobleme bei Bear Stearns die Runde machten, die

Rentenmärkte bleiben im März volatil

sich dann auch noch bestätigten. Es folgte die Flucht in die Anleihemärkte als „sichere Häfen“. Die Renditen zehnjähriger US-Schatzanleihen sanken auf 3,31%, während ihre europäischen Pendanten nur noch 3,69% rentierten. Die Rettung von Bear Stearns durch JPMorgan (mit Unterstützung der Fed), die Ankündigung einer Reihe unkonventioneller Maßnahmen durch die Fed und eine weitere Senkung des US-Leitzinses und des Diskontsatzes führten in gewissem Umfang zu einer nachlassenden Orientierung an Qualitätswerten. Die Folge war ein moderater Anstieg der Rentenrenditen. Als günstig für die Erholung der Renditen erwies sich auch der Kursanstieg an den Aktienmärkten, die wiederum von den positiven Überraschungen bei der Ertragsentwicklung von US-Investmentbanken profitierten.



Fed als Retterin in der Not

Obwohl die Fed es bisher vermieden hat, risikoreiche Assets direkt aufzukaufen, haben verschiedene Segmente des Kreditmarktes bereits positiv auf die von der Fed ergriffenen Maßnahmen reagiert. Die US-amerikanische Zentralbank hat eindeutig demonstriert, dass sie einem weiteren Verfall der finanziellen Stabilität nicht tatenlos zusehen wird. Die Botschaft war klar und unmissverständlich: Die Fed wird alles in ihren Kräften Stehende tun, um systemischen Mängeln des Finanzsystems abzuwehren. Insofern ist auch in Zukunft mit weiteren unkonventionellen Aktionen zu rechnen. Die bisher ergriffenen Maßnahmen haben bereits den Druck, Kreditprodukte zwangsweise abzustoßen, gemindert. Auch die Liquiditätssituation im US-Bankensektor hat sich gebessert. Die Immobilienpreise in den USA setzen indes ihren Abwärtstrend fort, und daran kann auch die Fed nicht viel ändern. Die Entzerrung des Marktes muss von langer Hand geplant werden. In der Eurozone halten unterdessen die Turbulenzen an, da die EZB sich weitaus zögerlicher verhält als der amerikanische Währungshüter. Der Interbankensatz ist gestiegen und die Zinsen auf Staatsanleihen sind deutlich gefallen, Zeichen für eine anhaltende Liquiditätsknappheit im Euroraum.

EZB weiterhin abwartend

Zwar hat die EZB mehrmals in großem Umfang Liquidität in den Markt eingeschossen. Sie hat sich bisher jedoch aller Hinweise auf mögliche Zinssenkungen enthalten. Im Gegensatz zur Fed hat die EZB bislang auch ihr geldpolitisches Instrumentarium nicht verfeinert. Die Finanzkrise ist jedoch ein weltweites Phänomen. Das wurde insbesondere im März deutlich, als die Spreads von Staatsanleihen sich massiv ausweiteten. Vor allem die südlichen Mitglieder der Eurozone erlebten einen rapiden Anstieg der Spreads ihrer Regierungsanleihen. Die Ursache für diesen Trend war indessen nicht bei den gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen zu suchen. Wir betrachten diese Entwicklung vielmehr als weiteren Hinweis darauf, dass die Finanzmärkte derzeit nicht von wirtschaftlichen Faktoren bestimmt werden, sondern von den Zwangsverkäufen bereits extrem günstig bepreister Werte. Ein bisschen mehr Proaktivität auf Seiten der EZB könnte hier Erleichterung schaffen. Trichet hat allerdings bereits deutlich gemacht, dass die EZB nur „eine Nadel in unserem Kompass [hat] und die ist auf Preisstabilität gerichtet“. So

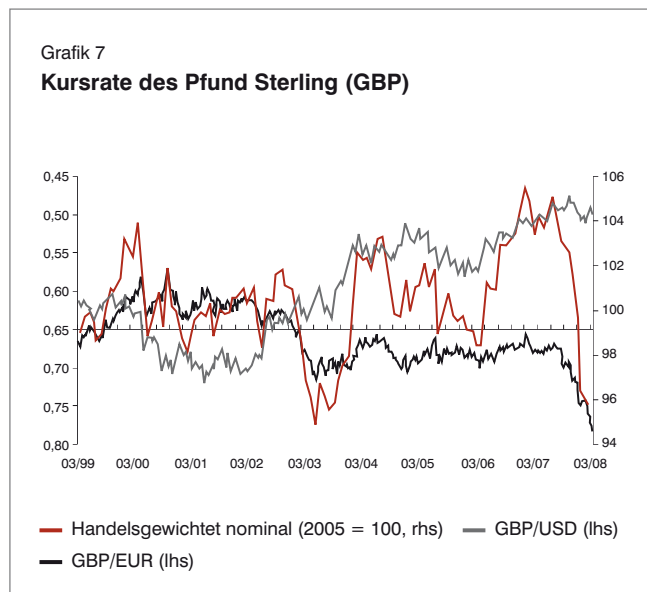
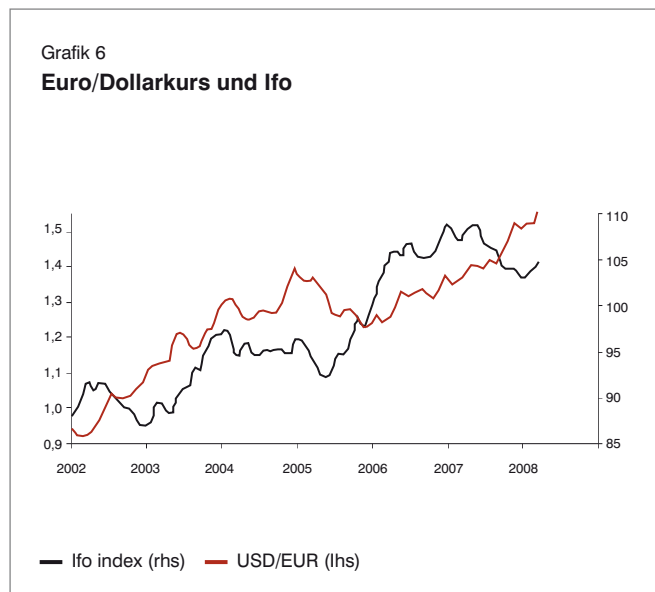
lange also kein größeres Finanzinstitut der Eurozone in Konkursgefahr gerät, wird die EZB wohl bei ihrer abwartenden Haltung bleiben. Wir erwarten die erste Zinssenkung im Sommer, wenn die mittelfristigen Inflationsrisiken vor dem Hintergrund des konjunkturellen Abschwungs zurückgegangen sind.

Staatsanleiherenditen mit Aufwärtspotenzial

Wenn auch unserer Meinung nach der Abwärtstrend bei den Renditen von Staatsanleihen anhält, sehen wir kurzfristig doch Spielraum für eine moderate Aufwärtsbewegung. Die Fed hat bereits signalisiert, dass sie die Zinsen im April erneut senken wird. Erforderlichenfalls wird die amerikanische Notenbank auch zu unkonventionelleren Maßnahmen greifen. Die so genannte Capital Surcharge der Government Sponsored Enterprises, d. h. für die US-Regierung tätige oder mit deren Unterstützung arbeitende Unternehmen, wurde bereits um 10% reduziert. Dadurch werden bei jedem dieser Unternehmen Mittel in Höhe von 3 Mrd. US-Dollar freigesetzt. Das sollte die Liquiditätssituation verbessern und die Spreads an den Hypothekenmärkten reduzieren. Bei dieser Initiative handelt es sich um eine nicht zu unterschätzende vertrauensbildende Maßnahme. Die Zinssätze werden dadurch gesenkt, so dass Refinanzierung für viele Darlehensnehmer zu einer realistischen Option wird. Die positiven Meldungen haben zwar den Aktienmärkten Auftrieb verschafft, bei den Staatsanleiherenditen hat sich indes noch keine wesentliche Verbesserung abgezeichnet. Die Nominalrenditen und die Effektivrenditen – insbesondere in den USA – sind zu niedrig. Infolgedessen sind Unternehmensanleihen (vor allem die US-amerikanischen) teuer. Wir prognostizieren daher einen Anstieg der Rendite zehnjähriger US-Anleihen auf 3,60%, während ihre europäischen Pendanten auf 3,90% zulegen sollten. Die Zunahme der Renditen dürfte in den USA schneller voranschreiten, so dass mit einem transatlantischen Spread von 30 Bp. zu rechnen ist.

Warum gehen wir also angesichts der positiven Meldungen nicht aggressiver vor? Zunächst einmal können wir nicht ausschließen, dass es in der nächsten Berichtssaison nicht doch zu unangenehmen Überraschungen kommen wird. Zweitens wird die gegenwärtige Marktlage nicht von fundamentalen makroökono-

Kurzfristig Renditeanstieg wahrscheinlich



mischen Faktoren bestimmt. Drittens wird die erzwungene Auflösung mit Fremdkapital aufgebauten Positionen sich fortsetzen und das Finanzsystem zusätzlich belasten. Und viertens werden die Konjunkturdaten unsere Einschätzung, dass die USA kurz vor einer Rezession stehen, bestätigen.

Währungen

Erwartungsgemäß verlor der Dollar in den letzten vier Wochen gegenüber dem Euro an Boden. Bei einem aktuellen Niveau von 1,56 USD/EUR liegt die US-Währung sogar über unserem Zielniveau von 1,51 USD/EUR. Die wichtigste Einflussgröße war

hier die Kreditkrise in den USA.

Subprime-Krise hält den Greenback nahe des Rekordtiefs

Zu Beginn des Monats stützten die konzertierten Liquiditätseinschüsse der Zentralbanken zunächst den Greenback. Vor

diesem Hintergrund entstand der Eindruck, dass die Notenbanken Zinssenkungen nicht nur zur Bekämpfung der Kreditkrise nutzen würden. Als die Bear-Stearns-Krise indes über den Markt hereinbrach, wurden die Leitzinsen weiter aggressiv gesenkt, und in der Folge rutschte der Greenback untertägig auf 1,5904 USD/EUR. Und tatsächlich lockerte die Fed die Zinsschraube im März um weitere 75 Bp. Für die nahe Zukunft rechnen wir mit weiteren Zinssenkungen, auch wenn sich die Fed wahrscheinlich zunehmend auf so genannte unorthodoxe Maßnahmen konzentrieren wird. Bis zum Jahresende dürften die US-Leitzinsen auf 1,50% sinken; das sind nur 50 Bp. über ihrem historischen Tiefststand. Verschiedene makroökonomische Schlüsselindikatoren in den USA, wie z. B. Verbraucherzuvorsicht, entwickelten sich unerwartet negativ. Auch die Trends in der Eurozone werden wohl für zusätzlichen Druck auf den Greenback sorgen: Hier haben sich wichtige Stimmungsbarometer im März überraschend positiv entwickelt, während die EZB bei ihrer primär auf Inflationsbekämpfung ausgerichteten Haltung bleibt. Angesichts eines zunehmend starken Euro, der nunmehr ein Level von 1,60 USD/EUR anpeilt, wird eine geldpolitische Intervention immer wahrscheinlicher. EZB-Ratsmitglied Liebscher warnte indes vor verfrühten Vorhersagen künftiger zinspolitischer Entwicklungen. Dies sollte jedenfalls den weiteren Höhenflug des Euro verlangsamen. Obwohl der US-Dollar unserer Auffassung nach mittelfristig weiter unter Druck stehen wird, erwarten wir dennoch Bewegung innerhalb der gegenwärtigen Trading-Range von 1,55 bis 1,60 USD/EUR.

Britisches Pfund auf Rekordtief gegenüber Euro

Während der letzten Monate hat das britische Pfund nach und nach gegenüber dem Euro an Boden verloren. Grund sind die sich mehrenden Anzeichen für eine konjunkturelle Abkühlung in Großbritannien und die Angst vor einer Korrektur am Immobilienmarkt. Zudem betrug das britische Handelsbilanzdefizit im Jahr 2007 4,2% des nominalen BIP; das ist der höchste Stand seit 1989. Der Konjunkturoptimismus der Verbraucher ist mittlerweile auf seinen niedrigsten Stand seit zwölf Jahren gesunken, eine Entwicklung, die unsere Prognosen einer deutlichen Verlangsamung bestätigt. Da die Entwicklung in der Eurozone der in den USA für gewöhnlich mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung folgt, sollte das Pfund in den kommenden Monaten auch gegenüber dem Euro fallen und sich einem Niveau von 0,79 GBP/EUR annähern.

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.generali.com

Renten: **Dr. Florian Späte**

Tel.: + 49 221/1636-367

E-Mail: florian.spaete@geninvest.de

Währungen: **Dr. Martin Wolburg**

Tel.: + 49 221/1636-346

E-Mail: martin.wolburg@geninvest.de

Tabelle 3

Entwicklung der Renten, Wechselkurse und Rohstoffe

	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE* 2007
Stand:	31.03.2008				
3-Monats-Geldmarktsatz					
US 3M Libor	2,69	3,06	4,70	5,35	4,70
EUR Eonia	4,16	4,04	3,92	3,90	3,92
EUR 1M Libor	4,36	4,20	4,28	3,87	4,28
EUR 3M Libor	4,73	4,39	4,68	3,93	4,68
JPN 3M Libor	0,91	0,96	0,90	0,67	0,90
UK 3M Libor	6,01	5,74	5,99	5,62	5,99
SWI 3M Libor	2,89	2,80	2,76	2,30	2,76
Renten					
2J. Treasuries	1,62	1,64	3,07	4,58	3,07
5J. Treasuries	2,47	2,49	3,46	4,54	3,46
10J. Treasuries	3,43	3,53	4,03	4,65	4,03
2J. Bunds	3,46	3,18	3,96	3,99	3,96
5J. Bunds	3,59	3,37	4,12	4,03	4,12
10J. Bunds	3,90	3,89	4,33	4,07	4,33
2J. JGBs	0,57	0,56	0,71	0,82	0,71
5J. JGBs	0,74	0,83	1,01	1,19	1,01
10J. JGBs	1,28	1,36	1,50	1,65	1,50
2J. Gilts	3,89	4,05	4,35	5,41	4,35
5J. Gilts	3,99	4,15	4,46	5,29	4,46
10J. Gilts	4,35	4,46	4,50	4,96	4,50
2J. Bonds SWI	1,50	2,01	2,20	2,42	2,20
5J. Bonds SWI	2,54	2,50	2,73	2,53	2,73
10J. Bonds SWI	2,93	2,94	2,97	2,64	2,97
10J. Swap Spreads					
USA	66	70	64	53	64
EUR	51	41	39	27	39
Euro Unternehmensanleihen Spreads					
JPM Credit Industrials	176	163	129	64	129
Emerging-Markets-Anleihen Spreads					
EMBI Latein Amerika	347	323	275	173	275
EMBI Asien	272	268	214	142	214
Euro EMBI Europa	103	86	73	49	73
Währungen					
USD/EUR	1,58	1,52	1,46	1,34	1,46
JPY/USD	100	104	112	118	112
GBP/EUR	0,80	0,76	0,73	0,68	0,73
CHF/EUR	1,57	1,58	1,66	1,63	1,66
Rohstoffe					
Gold \$/Oz	932	971	836	664	836
Crude Oil Brent \$/Barrel	103	101	94	69	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:	31.03.2008				
Welt					
MSCI World	992	-2,4%	-12,4%	-11,4%	-12,4%
USA					
S&P500	1323	-0,6%	-9,9%	-6,9%	-9,9%
Dow Jones	12263	0,0%	-7,6%	-0,7%	-7,6%
Nasdaq	2279	0,3%	-14,1%	-5,9%	-14,1%
Europa					
DJ Euro Stoxx TMI Large	310	-2,8%	-16,9%	-14,2%	-16,9%
DJ Euro Stoxx 50	3628	-2,6%	-17,5%	-13,2%	-17,5%
MSCI EMU	203	-2,7%	-16,4%	-14,8%	-16,4%
DJ Stoxx 600	306	-4,1%	-16,1%	-18,2%	-16,1%
DJ Stoxx 50	3018	-5,4%	-18,1%	-18,6%	-18,1%
MSCI Europe	1320	-2,9%	-14,5%	-14,0%	-14,5%
CAC40	4707	-1,7%	-16,2%	-16,5%	-16,2%
DAX30	6535	-3,2%	-19,0%	-5,5%	-19,0%
MIB30	32174	-5,6%	-17,3%	-22,9%	-17,3%
FTSE100	5702	-3,1%	-11,7%	-9,6%	-11,7%
SMI	7224	-4,1%	-14,9%	-19,5%	-14,9%
Japan					
Topix	1213	-8,4%	-17,8%	-29,2%	-17,8%
Asien ex Japan					
MSCI AC Asia ex Jp	586	-5,5%	-15,1%	-13,4%	-15,1%

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:	31.03.2008				
Grundstoffe	263	-3,1%	-5,7%	10,7%	-5,7%
Energie	165	-5,0%	-14,6%	-2,4%	-14,6%
Öl & Gas	163	-5,0%	-14,8%	-2,0%	-14,8%
Industriegüter	157	-3,2%	-16,5%	-14,3%	-16,5%
Gebrauchsgüter	88	-0,7%	-15,3%	-21,4%	-15,3%
Automobile	107	3,8%	-11,3%	0,6%	-11,3%
Medien	68	-4,0%	-16,3%	-22,0%	-16,3%
Handel	90	0,7%	-16,5%	-33,2%	-16,5%
Verbrauchsgüter	138	0,1%	-9,6%	-1,7%	-9,6%
Nahrungsmittel/Kosmetik Einzelhandel	89	-1,0%	-13,5%	-11,8%	-13,5%
Nahrungsmittelproduktion	131	1,6%	-7,7%	0,2%	-7,7%
Haushaltswaren	250	1,7%	-10,2%	-2,7%	-10,2%
Gesundheit	89	-4,3%	-13,9%	-20,8%	-13,9%
Pharma	83	-4,4%	-14,6%	-21,6%	-14,6%
Telekommunikation	73	-8,8%	-21,2%	-5,5%	-21,2%
Versorger	160	-4,4%	-15,1%	-1,5%	-15,1%
Finanzen	97	-0,3%	-15,2%	-26,6%	-15,2%
Bank	115,2	-0,3%	-15,2%	-26,1%	-15,2%
Finanzdienstleister	96	3,7%	-15,0%	-23,5%	-15,0%
Versicherungen	59,7	1,9%	-10,6%	-18,2%	-10,6%
Informationstechnologie	59	-10,8%	-22,3%	-21,9%	-22,3%
IT-Services	15,4	2,0%	-9,2%	-32,4%	-9,2%
Software	74,7	-0,8%	-11,6%	-6,1%	-11,6%
Kommunikations-ausrüstung	71,8	-15,4%	-24,4%	-17,7%	-24,4%
Computer und Peripheriegeräte	44,9	-6,0%	-36,2%	-29,4%	-36,2%
Halbleiterausrüstung	76,7	-9,1%	-33,0%	-45,0%	-33,0%

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)

dott. Michele Morganti (Tel.: +39 040/671-599)

Vladimir Oleinikov (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 (Tel.: +49 221/1636-346)

E-Mails Deutschland:

vorname.nachname@geninvest.de

E-Mails Italien:

vorname.nachname@am.generalinvest.com

Editor:

Astrid Süße (Tel.: +49 221/1636-354)

Herausgeber:

Generali Investments Research Department

Köln, Deutschland · Triest, Italien

Gereonswall 68, D-50670 Köln

Redaktionsschluss:

31. März 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