

# Markttrends

## Zusammenfassung

### Überblick

- Nach den massiven Turbulenzen zu Beginn des Jahres haben sich die Finanzmärkte während des letzten Monats weiter stabilisiert. Das entspricht voll und ganz den Prognosen, die wir vor vier Wochen abgegeben haben.
- Die wichtigste Ausnahme bildet der Markt für Unternehmensanleihen, wo die Spreads sich kontinuierlich ausgeweitet haben. Wir führen dieses recht eigenwillige Verhalten von Unternehmensanleihen auf die anhaltenden Spannungen an den Structured-Credit-Märkten zurück.
- Im Hinblick auf die Entwicklung über die nächsten vier Wochen hat sich unsere Einschätzung von Ende Januar nicht geändert. Sofern die Kreditversicherer in den USA ihren Kapitalbedarf decken können, sollte dies weitere Erleichterung bringen – auch wenn sich die Anzeichen für eine Rezession der US-Wirtschaft mehren.

### Aktien

- Ende Januar prognostizierten wir eine vorübergehende Erleichterung am Aktienmarkt. Diese Prognose hat sich in diesem Monat bestätigt.
- Die Risiken sind zwar gestiegen, aber sowohl die Haltung der amerikanischen Notenbank Federal Reserve als auch die Maßnahmen der US-Regierung haben sich verbessert.
- Die Risikozuschläge haben ihren Höchststand erreicht, während die Marktstimmung immer noch im Keller ist. Wir bleiben daher vorerst bei unseren moderat positiven Erwartungen für Aktien.
- Sofern der Markt deutlich steigt, wären wir auch bereit, das Risikoniveau wieder zu begrenzen.

### Anleihen

- Trotz anhaltender Rezessionsängste waren die Anleihemärkte im Februar rückläufig. Gestützt durch die sich stabilisierenden Aktienmärkte, stiegen die Langfristrenditen in der Eurozone und insbesondere in den USA deutlich.
- Im Gegensatz zum Langfristbereich der Kurve sanken die kurzfristigen Renditen weiter, da die Fed weitere Zinssenkungen signalisierte und sich bei Marktteilnehmern



zudem die Überzeugung durchsetzte, dass auch die EZB im Sommer die Zinsschraube lockern werde.

- Über einen Einmonatshorizont rechnen wir mit einer anhaltenden Stabilisierung der Finanzmärkte. Vor allem die voraussichtliche Rettungsaktion für die US-amerikanischen Monoline-Versicherer dürfte die Stimmung heben und zu einem Renditeanstieg führen. Andererseits sollten Anleger nicht vergessen, dass die Kreditkrise noch nicht ausgestanden ist und immer noch die Gefahr fallender Renditen besteht.

### Währungen

- Der Dollar fiel erst kürzlich unter den Schwellenwert von 1,50 USD/EUR. Diese Entwicklung war durch positive Überraschungen in der Eurozone und negative in den USA bedingt.
- Für die nahe Zukunft rechnen wir mit schwachen volkswirtschaftlichen Daten in den USA und einer weiteren Senkung der Leitzinsen durch die Fed. Wir gehen daher davon aus, dass der Greenback sich auch in den kommenden Wochen über dem Niveau von 1,50 USD/EUR halten wird.



Tabelle 1

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

## Überblick

Nach den Turbulenzen zu Jahresbeginn haben sich die Finanzmärkte über die letzten vier Wochen zunehmend stabilisiert. Seit unserer letzten „Markttrends“-Ausgabe legten die Aktienmärkte in den USA und der Eurozone um über 2% zu. Auch bei den Renditen langfristiger Staatsanleihen ging es wieder aufwärts. Diese Marktbewegungen entsprachen überwiegend unseren Prognosen und bestätigen insofern unsere Empfehlung, das Risikoniveau unserer Portfolios vorübergehend wieder anzuheben.

### Rettungspaket für Monoline-Versicherer überlebenswichtig

Für die nächsten vier Wochen bleiben wir bei unserer bisherigen Empfehlung, da nach unserer Ansicht ein wachsendes Aufwärtspotenzial für Aktien sowie die Renditen langfristiger Anleihen besteht. Diese Einschätzung beruht vor allem auf unserer Überzeugung, dass in Kürze ein Rettungspaket für die angeschlagenen US-Anleiheversicherer, die so genannten „Monoliner“, geschnürt wird. Wie bereits in unseren Veröffentlichungen und Präsentati-

onen der vergangenen vier Wochen dargestellt, sind wir nach wie vor der Meinung, dass die Anleiheversicherer aufgrund ihrer schieren Größe vor dem Konkurs geschützt sind („too big to fail“), da ihnen das Bankensystem zur Vermeidung einer Kettenreaktion zur Seite springen wird. Die Banken mögen über diese zusätzliche Belastung ihrer Kapitalpolster zwar wenig erfreut sein, aber letztendlich könnten die Kosten einer Insolvenz von Bondversicherern weitaus höher ausfallen, da dies zu weiteren Verlusten bei Structured-Credit-Portfolios führen würde. Die amerikanische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen hat den Monolinern eine recht knappe Frist gesetzt, um das notwendige Kapital aufzubringen. Wir rechnen daher fest mit einer baldigen Lösung. Eine dauerhafte Lösung würde den Märkten jedenfalls Auftrieb verschaffen. Als vor zwei Wochen die Pläne des legendären amerikanischen Investors Warren Buffet, den Anleiheversicherern unter die Arme zu greifen, bekannt wurden, tendierten die Märkte sofort höher. Dabei handelt es sich indes nur um so genanntes „Cream Skimming“, aber nicht um eine grundsätzliche Lösung des Problems.

### Kurzfristig Raum für Aktien und Renditen zu steigen ...

...

Tabelle 2

Anleihen	aktuell	1M.	12M.
10J. Treasuries (USA)	3,83	3,95	4,20
10J. Bunds (Deutschland)	4,04	4,10	4,40
10J. JGBs (Japan)	1,48	1,50	1,70
Unternehmensanleihen	aktuell	1M.	12M.
IBOXX Corporates Non Fin Index	152	145	85
Währungen	aktuell	1M.	12M.
USD/EUR	1,49	1,51	1,40
JPY/USD	107	108	110
GBP/EUR	0,76	0,75	0,76
Aktien	aktuell	1M.	12M.
S&P 500	1366	1380	1450
DJ EURO STOXX TML	326	328	345

Aktuelle Werte = Durchschnittswerte der letzten fünf Handelstage

Trotz der vorübergehenden Erleichterungen am Markt gehen wir davon aus, dass sich die gegenwärtige Phase als Bärenmarkt-Rally erweisen wird. Wir halten an unserer bereits seit geraumer Zeit vertretenen Auffassung fest, dass die Märkte in den nächsten drei bis sechs Monaten aller Wahrscheinlichkeit nach in eine rückläufige Phase eintreten werden. Zwei Faktoren deuten darauf hin.

Zunächst einmal sind die volkswirtschaftlichen Konsequenzen der Kreditkrise noch nicht in vollem Umfang durchgedrungen. Das liegt vor allem an der Struktur dieses Abschwungs. Ausgelöst wurde die Verlangsamung des Weltwirtschaftswachstums durch die Kreditkrise. Von den Kreditmärkten weitet sich die Krise über den amerikanischen Verbrauchermarkt aus und erfasst schließlich auch den Welthandel. Erst an diesem Punkt wird die Weltwirtschaft spürbar betroffen sein. Dieser Mechanismus kommt erst nach einer gewissen Zeit voll zum Tragen. Wir sind momentan der Ansicht, dass die Auswirkungen der abkühlenden US-Konjunktur sich global erst im (Früh-)Sommer bemerkbar machen werden. Sofern wir damit richtigliegen, wird die Angst vor einem globalen Dominoeffekt die Abneigung gegenüber risikoreicheren Anlageformen verstärken.

Der zweite Faktor beruht auf der Tatsache, dass weitere Abschreibungen auf Subprime-Engagements wahrscheinlich sind.

### ... aber auf dreibis sechs-Monats-Sicht Bewegung nach unten erwartet

Bislang belaufen sich die ausgewiesenen Verluste und Abschreibungen im Subprime-Bereich auf 170 Mrd. Dollar. Das ist bereits eine stattliche Summe, aber nur die Hälfte der nach aktuellen Schätzungen erwarteten Wertberichtigungen insgesamt. Wir erwarten daher für das laufende Quartal die Ankündigung weiterer erheblicher Verluste. Dies liegt zum einen an den Häuser-

preisen, die weiter fallen und dadurch den Wert der zur Besicherung von Hypotheken eingesetzten Structured-Credit-Produkte aushöhlen werden. Zum anderen liegt es an den Bilanzierungsvorschriften: Nach einer im September 2006 vom amerikanischen FASB herausgegebenen Vorschrift („SFAS 157“) dürfen Unternehmen erwartete Verluste nicht mehr vortragen. Verluste müssen jetzt vielmehr in engem zeitlichem Zusammenhang zu ihrer Entstehung ausgewiesen werden.

Das bedeutet, dass sich die Marktstimmung ab der im April beginnenden Berichtssaison für das erste Quartal wieder verschlechtern könnte.

Auf dem Markt für Unternehmensanleihen haben sich die Spreads – trotz eines günstigeren Marktumfeldes – kontinuierlich ausgeweitet. Diese Divergenz beruht vor allem auf den Ursachen des Abschwungs, d. h. insbesondere den Auswüchsen im Bereich der Structured-Credits. Viele der in diesem Segment eingegangenen Positionen werden derzeit aufgelöst (Zwangverkauf). Dadurch steigen die Risikozuschläge für alle Anlageformen, die mit einem Kreditrisiko verbunden sind. Zwar haben wir bisher wohl noch keine Rekordstände erlebt, aber die Spreads scheinen im Hinblick auf die Bewertungen allmählich attraktiver zu werden.

## Aktien

Die Aktienrenditen haben sich im Laufe des Monats wieder stabilisiert. Insbesondere die europäischen Indizes legten im Vergleich zu ihren amerikanischen Pendanten an Dynamik zu. Der S&P500 liegt indes um 300 Basispunkte (Bp.) höher als zu Jahresanfang. Diese vergleichsweise stärkere Performance ist vor allem auf den Dollar und die Haltung der Fed zurückzuführen.

### Mehr stabile Märkte während der letzten Monate

Die Emerging Markets stiegen um 7 %, Russland allein um 9 %. Nachdem die lang anhaltende Bewertungslücke zu Jahresbeginn geschlossen wurde, bildet der MS

Emerging Market Index jetzt abermals eine Bewertungsblase. Der Asia Pacific ex-Japan Index verbuchte eine Rendite von +3,7% und scheint stärker an der theoretischen Bewertung ausgerichtet zu sein. Grundstoffe und Energie verzeichneten kräftige Zuwächse, während Einzelhandel, Pharma und Telekommunikation Schwäche zeigten.

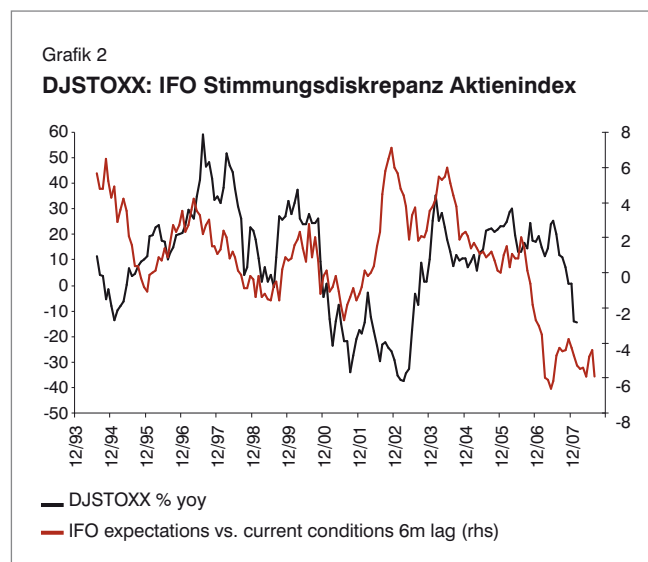
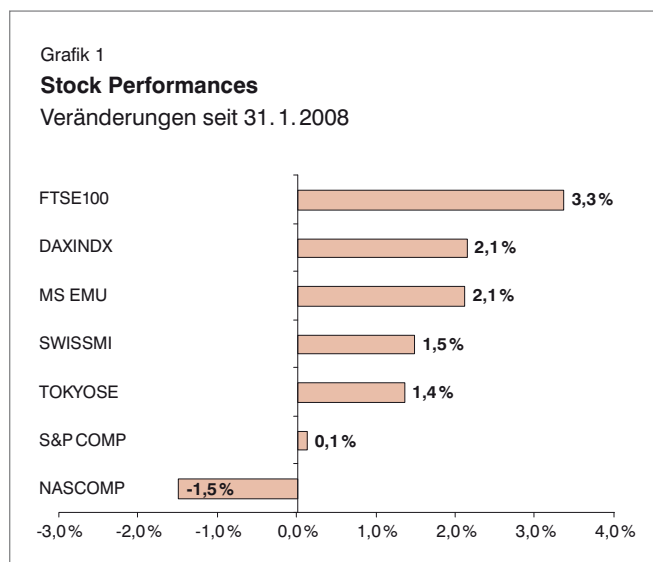
### Rohstoffe und Zinsentwicklung

Rohstoffe (inklusive Metalle) haben um 9,5% zugelegt, wobei landwirtschaftliche Rohstoffe sogar um 16% stiegen. Der Ölpreis liegt jetzt bei 100 Dollar pro Barrel und ist damit seit Ende Januar um 6,5% gestiegen. Die Zinsstrukturkurve versteilerte sich in Europa und den USA wiederum um 15 bzw. 34 Bp. Last but not least zeichnet sich auch bei den Spreads von Unternehmensanleihen ein Aufwärtstrend ab. Von den Kurssteigerungen

bei Metallwerten und einer kurzfristigen Zunahme der Anlegerzuversicht im Hinblick auf den weiteren Verlauf des Konjunkturzyklus abgesehen, wirkten sich die anderen erwähnten Faktoren belastend auf den Aktienkurs aus. Vor allem die Inflationsängste dürften uns noch eine Weile begleiten und insbesondere die Aktien aus der Eurozone belasten. In dieser Hinsicht könnte sich der Widerspruch zwischen den Haltungen der Notenbanken, d. h. der EZB und der Fed, noch verstärken, und zwar zu Lasten des US-Dollars und des Exportwachstums der Eurozone. Die Zinsen für Laufzeiten von zehn Jahren lagen in Europa um 12 Bp. und in den USA um 27 Bp. höher. Dies könnte sich indes aufgrund der gegenwärtig positiven Korrelation zwischen Aktien und Renditen als günstig erweisen.

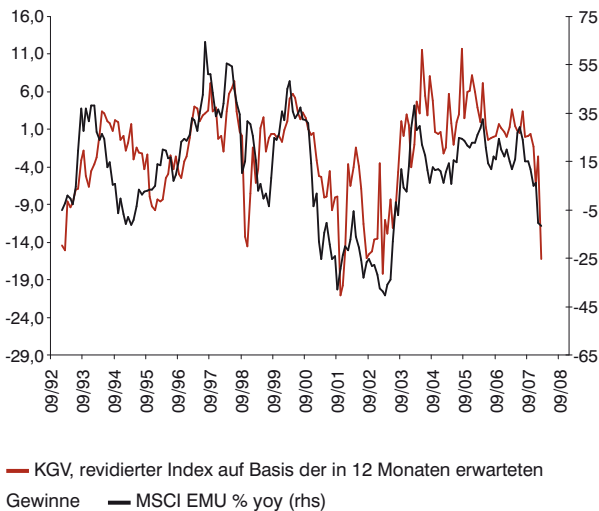
### Kreditrisiko

Bei den Unternehmensanleihen scheint es insgesamt abwärts zu gehen; die einzigen guten Nachrichten in diesem Bereich sind die von politischer Seite und der Fed unternommenen Anstrengungen. So legten die Spreads europäischer Unternehmensanleihen mit einem Rating von BBB bzw. nachrangiger Bankschuldtitel im Laufe des Monats um rund 20 Bp. zu. Insbesondere die Spreads letzterer Titel sind weitaus höher als die 2002 erreichten Höchststände. Die Indizes ABX und ITRAXX schlugen heftig aus und signalisierten weitere heftige Kursverluste gegenüber dem theoretischen Nennwert von 100. Wie bereits erwähnt, werden auch andere Segmente des Marktes



Grafik 3

**Erwartete KGV: Revisionen Aktienindex**



betroffen sein, wobei über die Folgen in letzter Konsequenz noch Unklarheit herrscht.

**Wirtschaftliche Folgen für Ertragslage und Aktien**

Die Frühindikatoren sind sowohl in den USA als auch in Europa schwach. Wie sich aus der Grafik ablesen lässt, folgt der Markt einem anscheinend unberechenbaren IFO-Trend. Die Schwäche am US-Markt für Wohnimmobilien belastet das Vermögen der Privathaushalte und die Zuversicht. Entsprechend dürfte der ISM – ebenso wie die Beschäftigungsrate – niedriger tendieren.

Das europäische Umfeld ist von wachsendem Lohndruck, anhaltend hohen Investitionsausgaben (die in den letzten Quartalen im Verhältnis zum Umsatz kontinuierlich zugenommen haben), einer strikt anti-inflationären EZB und einem schwachen Dollar geprägt. Die Gewinnspannen stehen unter Druck, und die Prognosen für den Gewinn je Aktie werden für 2008 sicherlich nach unten korrigiert werden müssen. Bisher haben wir davon noch nicht viel mitbekommen, da die Berichtssaison US-amerikanischer Unternehmen (außer Finanzunternehmen) im vierten Quartal recht gut vonstatten ging (+12% im Jahresvergleich).

Die Zukunftsaussichten stellen sich indes anders dar: Die Grafik illustriert, wie stark Analysten die Gewinne je Aktie im vergangenen Monat nach unten korrigiert haben. Der Inflationsdruck untergräbt das Investorvertrauen noch weiter; in Anbetracht des jüngsten Anstiegs der Erdöl- und Lebensmittelpreise wird dieses Szenario wohl noch eine Weile anhalten (jedenfalls so lange, bis die mäßigen Effekte des Konjunkturzyklus stärker zu Tage treten).

Die Wachstumsentwicklung in den Schwellenländern wird in der nächsten Zeit ernsthaft auf die Probe gestellt. Dies gilt auch dann, wenn sie sich ihren Wachstumsvorsprung gegenüber der industrialisierten Welt erhalten können. Die an diese Märkte gesetzten hohen Erwartungen müssen sich erst einmal relativieren; Unternehmen, die sich stark in diesen Ländern engagieren, könnten vorübergehend negativ betroffen sein.

Unter Berücksichtigung der von den Banken verzeichneten Verluste könnte das Gewinnwachstum in Europa für 2007 durchaus gegen null gehen. Die Prognosen der Analysten liegen bei

**Schwächere Konjunkturdaten erwartet, aber Fed unterstützt Märkte**

+6%. Es könnte also durchaus sein, dass das Wachstum 2008 entweder zum Erliegen kommt oder sogar ins Negative abrutscht (-10% bis -15%), wie es in der Vergangenheit unter vergleichbaren Bedingungen bereits

der Fall war. (Wertberichtigungen sind hierbei schon berücksichtigt.) Der Marktkonsens rechnet derzeit für Europa mit einem Wachstum von +8%, +7% für Banken. Sollte sich dieses weniger rosige Szenario bewahrheiten, entspräche dies unserem im Dezember skizzierten Worst-Case-Szenario.

**Warum kurzfristige Erholung**

Zwar waren die Unternehmensmeldungen in der letzten Zeit vor allem durch negative Schlagzeilen geprägt, dabei sollte allerdings nicht übersehen werden, dass sich sowohl die Fed als auch die US-Regierung jetzt aktiver für Lösungen einsetzen. Überdies bieten Sovereign Funds (das sind Investmentgelder von Regierungen), M&A-Aktivitäten und der schwache Dollar zusätzlich positive Impulse.

Darüber hinaus sind die Kurzfrist-Modelle für die USA günstig, während die durch den Aktienmarkt implizierten Risikoprämien ihren historischen Höchststand erreicht haben. Auch die Stimmungsbarometer signalisieren gravierende Schwäche.

Die Annahme liegt daher nahe, dass die Renditen auf kurze Sicht positiv ausfallen könnten, wenn auch das damit verbundene Risiko recht hoch zu sein scheint. Sofern der Markt in angemessenem Rahmen zulegt, würden wir das als erneute Gelegenheit zur Risikobegrenzung betrachten.

**Japan**

**Japanische Aktien im letzten Monat stabilisiert**

Nach starken Einbußen im ersten Monat dieses Jahres konnten japanische Aktien ihre Verluste in den letzten Wochen zum Teil wieder aufholen. Faktoren wie die Senkung der amerikanischen Leitzinsen Ende Januar, eine gewisse Entspannung bei den Monolinern in den USA und ein weitaus besseres BIP-Ergebnis für das vierte Quartal 2007 der japanischen Volkswirtschaft beflügelten die Stimmung unter internationalen Investoren. Dadurch konnten japanische Aktien in den vergangenen Wochen auch in einem von starken Schwankungen geprägten Umfeld wieder an Boden gewinnen.

**Weiteres Anziehen der Kurse trotz schwächerer Daten wahrscheinlich**

Der Stimmungsaufschwung könnte nach unserer Einschätzung noch ein paar Wochen anhalten. Die erfreulichen BIP-Zahlen – in Q4 2007 Anstieg von 0,9% gegenüber dem Vorquartal – wurden von den Investoren als positive Überraschung begrüßt. Zudem ergab die monatliche KMU-Konjunkturumfrage der Shoko Chukin Bank erstmals seit letztem September einen Anstieg der Zuversicht. Dabei muss man allerdings bedenken, dass die Februar-Zahlen dem Fünfjahres-Tiefststand immer noch gefährlich nahe liegen. Insofern bleiben die Aussichten für Arbeitsmarkt und Lohnentwicklung trübe, während das wichtige

Segment der kleinen und mittleren Unternehmen weiterhin vorwiegend pessimistisch ist. Desgleichen sind diese Zahlen kein gutes Omen für die Wachstumsentwicklung insgesamt. Wir gehen davon aus, dass die Abkühlung der US-Konjunktur auch das Wachstum in Japan negativ beeinflussen wird. Bis auf Weiteres muss man daher bei den Wirtschaftsdaten eher mit negativen Überraschungen rechnen. Die Industrieproduktion ist im Januar bereits stärker gefallen als erwartet (-2%). Zu zwei Dritteln ist dieser Rückgang durch Produktionskürzungen bei Elektronikteilen und -geräten sowie Transporteinrichtungen bedingt.

Trotz der voraussichtlichen Schwächung der wirtschaftlichen Rahmendaten könnten japanische Aktien im März nichtsdesto-

trotz moderat anziehen. Zunächst einmal hat die Subprime-Krise von allen wichtigen Wirtschaftsregionen Japan am wenigsten in Mitleidenschaft gezogen. Die Abwärtsdynamik der Korrekturen von Gewinnprognosen ist daher weniger ausgeprägt. Außerdem erwartet man, dass die Fed Mitte März abermals die Zinsen senkt und damit kurzfristige Erleichterung schafft. Nach unserer Einschätzung sind die Sorgen im Hinblick auf die US-amerikanischen Anleiheversicherer übertrieben; wir halten vielmehr die Durchführung einer Rettungsaktion für wahrscheinlich. Auf diese Weise könnten weitere Verluste im Dunstkreis der Ramsch-Hypotheken (Subprime) vermieden werden. Und schließlich sollten die Pläne Chinas, seine Devisenvorräte zur Investition von bis zu 10 Mrd. Dollar in japanische Aktien zu nutzen, sich auf lange Sicht ebenfalls als günstig erweisen.

## Anleihen

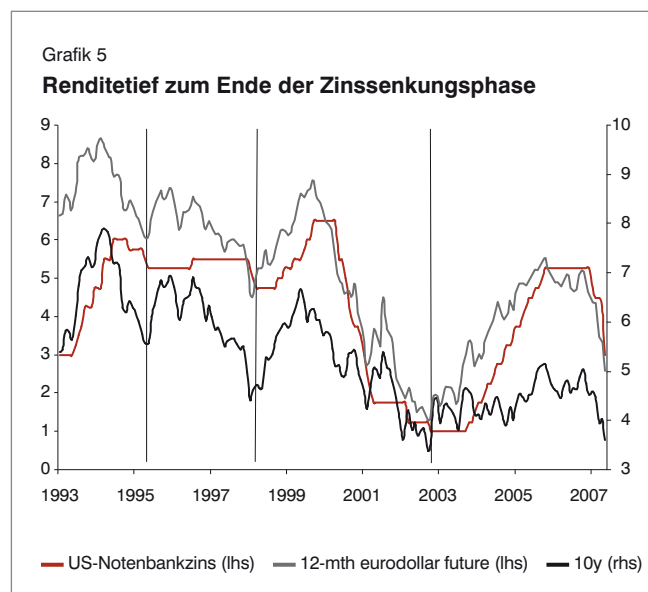
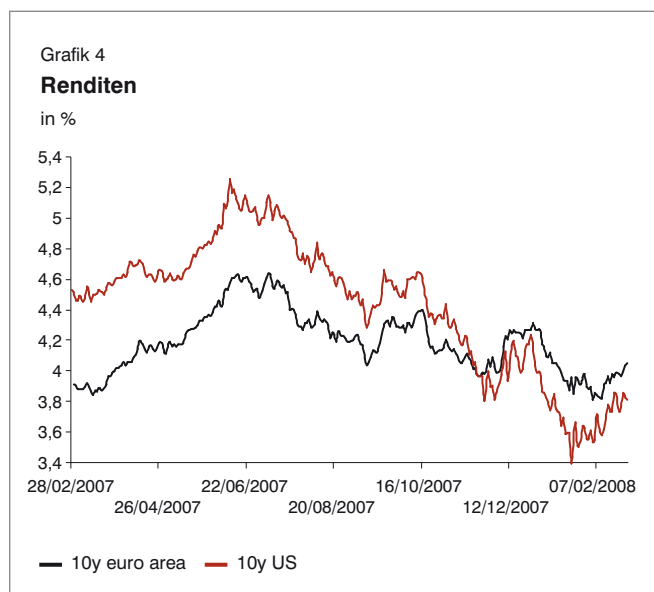
In der letzten „Markttrends“-Ausgabe wiesen wir darauf hin, dass die Rentenmärkte bereits eine Rezession in den USA eingepreist haben. Auch wenn wir eine deutliche Verlangsamung der Wachstumsentwicklung für unvermeidlich hielten, gingen wir von einem baldigen – moderaten – Kursrutsch am Anleihe Markt aus. Da die Aktienmärkte im Februar erneut an Boden gewonnen haben und auch eine Lösung des US-Monoliner-Problems immer wahrscheinlicher wurde, erholten sich die Langfristrenditen stärker als zunächst erwartet. So stiegen die Renditen zehnjähriger US Treasury Notes um nahezu 30 Bp., während ihr Pendant in der Eurozone um 10 Bp. nachzog und damit wiederum die 4%-Schwelle überstieg.

### Steilere Zinsstrukturkurven

In den USA und der Eurozone bewegten sich sowohl Lang- als auch Kurzfristbereich der Kurve in dieselbe Richtung. Weitere auf zinspolitische Lockerung hindeutende Kommentare der Fed überraschten indes nicht und drückten die Kurzfristrenditen von US-Schatzanleihen. Der unerwartete Kurswechsel der EZB, die Anfang Februar eine Abkehr von ihrer strikt anti-inflationären Geldpolitik signalisierte, ließ den Markt allerdings aufhorchen

und brachte die Kurzfristrenditen in der Eurozone ins Rutschen. Vor dem Hintergrund unerwartet positiver Wirtschaftsdaten für die Eurozone und einer Bekräftigung ihrer anti-inflationären Haltung durch EZB-Mitglieder stiegen die Kurzfristrenditen zwischenzeitlich wieder an. Insgesamt hat sich die Spanne zwischen zwei- und zehnjährigen Anleihen um 20 Bp. auf über 70 Bp. ausgeweitet. Die Versteilerung der Zinskurve war in den USA sogar noch auffälliger: Der aktuelle Spread von 185 Bp. liegt um 45 Bp. über dem Niveau von vor einem Monat.

Das zinspolitische Instrumentarium ist also tatsächlich effektiv und die Ansicht, dass Zinssenkungen der Notenbank dem „Schieben eines Fadens“ gleichkommen, der sich – wenn auf der Gegenseite niemand zieht – lediglich ringelt und nichts bewirkt, ist verfehlt. Die Versteilerung der Zinskurve ist die Voraussetzung dafür, dass die Banken ihre Profitabilität wiederherstellen können, denn sie ermöglicht die lukrative Fristentransformation. Wenn auch die Versteilerung bereits weit fortgeschritten ist, ist dieser Prozess unserer Einschätzung nach noch nicht abgeschlossen. Wir gehen davon aus, dass die Fed die Zinsschraube weiter lockern und die EZB noch in diesem



Sommer ihrem Beispiel folgen wird. Letztendlich werden diese Schritte zur Bewältigung der gegenwärtigen Finanzkrise beitragen.

### Kreditkrise noch lange nicht vorbei

Auch wenn sich die Langfristrenditen während der letzten Wochen erholt und sich die Aktienmärkte stabilisiert haben, herrscht in einigen Marktsegmenten immer noch Unruhe. Der Abbau der Fremdverschuldung setzt sich fort und wird unserer Meinung nach noch eine Weile anhalten. Dies hängt vor allem damit zusammen, dass sich die Kapitalausstattung der Banken infolge ihrer Subprime-Verluste vermindert hat. Infolgedessen werden die Märkte durch den Zwangsverkauf risikobehafteter Vermögenswerte belastet. Im Februar wurde die schwache Performance von Unternehmensanleihen durch das schwelende Problem der US-Monoliner sowie mögliche Rating-Herabstufungen noch verstärkt. Aber auch andere Marktsegmente gerieten ins Trudeln. So hatte der Markt für kurzfristige Kommunalanleihen mit Liquiditätsproblemen zu kämpfen, als sich die Anleger infolge der drohenden Herabstufung der US-Monoliner – und damit der entsprechenden Herabstufung von Kommunalanleihen – vom Markt abwandten. Hinzu kommt die reale Gefahr einer Rezession in den USA, die zu weiteren Abschreibungen – nicht nur im Zusammenhang mit Hypothekendarlehen – führen würde. Auch diese Aussicht hat die Käufer verschreckt. Selbst wenn der Rettungsplan für die angeschlagenen Anleiheversicherer kurzfristig eine Erholung auslösen könnte, bleiben wir vorsichtig. Solange sich keine Entspannung am US-Immobilienmarkt (dem Kern des Problems) oder ein Licht am Ende des Tunnels abzeichnet, werden Teile des Verbriefungsmarktes wahrscheinlich mit Schwierigkeiten zu kämpfen haben. Die Credit-Spreads dürften dann auf ihrem gegenwärtig hohen Niveau verharren.

### Gegenbewegung der Bond Märkte

Meinung nach noch eine Weile anhalten. Dies hängt vor allem damit zusammen, dass sich die Kapitalausstattung der Banken infolge ihrer

### Kurzfristig Aufwärtspotenzial für Renditen

Wir gehen davon aus, dass die derzeitige Gegenreaktion auf den Staatsanleihemärkten auch im kommenden Monat anhalten wird. Die wahrscheinlichste Konsequenz wird wohl der Rettungsplan für die US-amerikanischen Anleiheversicherer sein, da eine Aufspaltung des Segments in zwei verschiedene Komponenten (für die Versicherung von Kommunalanleihen einerseits und die Versicherung risikoreicherer Titel andererseits) die Banken weitaus teurer kommen würde. Anleihen erscheinen zudem überbewertet. Trotz der jüngsten Kurseinbrüche liegen die Jahresrenditen immer noch sehr viel höher als die von Aktien. Damit ist eine weitere Outperformance von Anleihen eher unwahrscheinlich. Bei grundsätzlicher Betrachtung erscheinen vor allem US-Anleihen teuer. Bereinigt um die tatsächliche Inflationsrate („Headline-Inflation“), haben die Effektivrenditen für Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit jetzt den niedrigsten Stand seit Jahrzehnten erreicht. Auch wenn die Wirtschaftsdaten in den USA schwach bleiben sollten und sich unser Szenario einer US-Wirtschaft am Rande der Rezession bestätigt, ist ein weiteres Sinken der Effektivrenditen unwahrscheinlich. Wir erwarten daher, dass die Langfristrenditen auf beiden Seiten des Atlantiks wieder steigen werden, ein Trend, der wiederum von den USA ausgehen wird.

### Phasen geringerer Renditen zeichnen sich ab

Dabei handelt es sich allerdings um eine kurzfristige Perspektive, die nicht als mittelfristig pessimistische Einschätzung der Rentenmärkte missverstanden werden sollte. Nach unserem Dafürhalten wird es auf längere Sicht Gelegenheit geben, die Duration wiederum zu verlängern. Das allgemeine von der andauernden Kreditkrise geprägte Umfeld, die nunmehr zinspolitisch „locker“ gestimmten Zentralbanken, rückläufige Wachstumsraten und sinkende Inflationsraten – all diese Faktoren dürften sich weiterhin günstig auf Anleihen auswirken.

## Währungen

Erwartungsgemäß verlor der Dollar in den letzten vier Wochen gegenüber dem Euro an Boden. Bei einem aktuellen Niveau von 1,49 USD/EUR liegt die US-Währung sogar noch leicht über unserem Zielniveau von 1,48 USD/EUR. Die Handelsspanne war außergewöhnlich breit. Anfang Februar schürten Erklärungen von EZB-Präsident Trichet, wonach die Wachstumsrisiken für die Eurozone steigen, die Erwartung, dass demnächst auch die EZB den Leitzins senken wird. Bei ihrer letzten Pressekonferenz stellte die EZB jedoch klar, dass damit in nächster Zeit nicht zu rechnen sei. Mit dem steigenden Ölpreis stiegen nämlich auch die Inflationserwartungen für die nahe Zukunft. Eine Reihe makroökonomischer Schlüsselindikatoren, wie z. B. die vorläufigen Einkaufsmanagerindizes (Flash PMIs) und der ifo-Geschäftsklima-Index, entwickelten sich hingegen überraschend positiv.

### US-Dollar kurzfristig weiter schwach

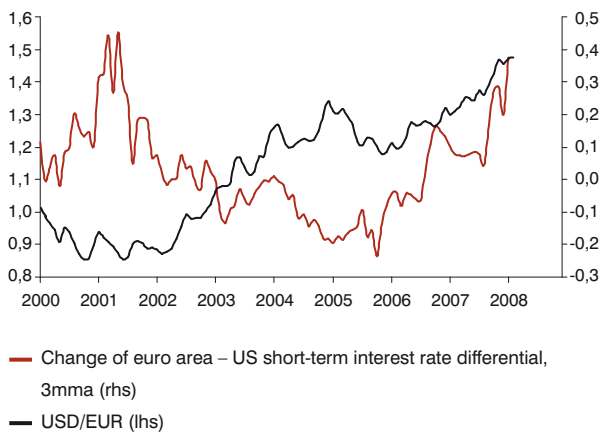
Diese Faktoren sowie die Tatsache, dass der Fed-Vorsitzende Bernanke Spekulationen über eine deutliche Senkung der Leitzinsen Vorschub leistete, führten zum Rutsch des Greenback unter 1,50 USD/EUR. Die Dollar-Schwäche ist relativ breit angelegt. Tatsächlich fiel der Dollar auch bei Zugrundelegung des effektiven Wechselkurses auf einen Tiefstand.

Wir sehen derzeit keinerlei Anzeichen für eine Erholung des Dollar über die nächsten vier Wochen. Der Bericht zur Beschäftigungslage im Februar dürfte wiederum weitere Arbeitsplatzverluste ausweisen; die Fed wird den Leitzins voraussichtlich um mindestens 50 Bp. senken. Ferner erwarten wir für die Berichtssaison des Finanzsektors eine Fortsetzung der enttäuschenden Meldungen. Dies gilt auch für Unternehmen, die bislang noch nicht von den Problemen der Subprime-Krise betroffen waren. Damit steigen – zumindest aus Marktsicht – die systemischen Risiken der US-Wirtschaft. Über einen Zeithorizont von einem Monat prognostizieren wir einen Wechselkurs von 1,51 USD/EUR.

Mittelfristig wird sich die derzeitige Rallye des Euro nicht halten können, denn sie beruht vor allem darauf, dass die US-Wirtschaft zu einem Zeitpunkt in eine Rezession eintritt, an dem die Eurozone noch robustes Wachstum aufweist. Wir sind indes der Meinung, dass auch die Eurozone eine Verlangsamung der Konjunktur erleben wird, wenn auch mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung gegenüber den USA. Somit ist im zweiten Quartal bis zur Jahresmitte mit einer deutlichen Verschlechterung der Wirtschaftsmeldungen zu rechnen. Selbst in

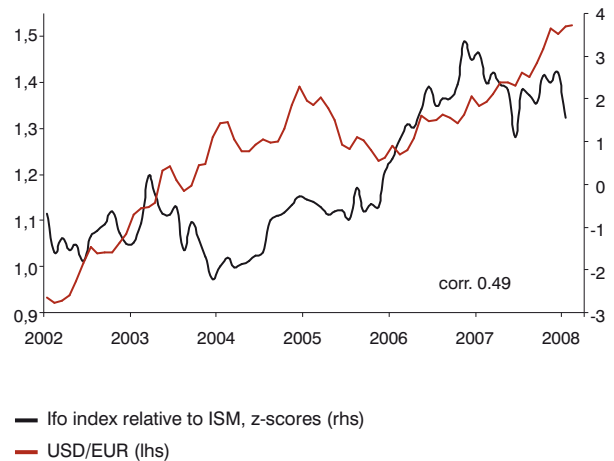
Grafik 6

### Short-Term Interest Rate Differential and Exchange Rate



Grafik 7

### USD/EUR Exchange Rate and Ifo/ISM



der gegenwärtigen Situation scheint der Euro im Verhältnis zur konjunkturellen Aktivität überteuert. Dann sollte auch die EZB zu einer weniger strikten geldpolitischen Haltung übergehen und Zinssenkungen bekannt geben. Wir erwarten daher, dass der Greenback gegenüber dem Euro im zweiten Quartal wiederum auf seinen zyklischen Tiefstand fallen wird und dann in der zweiten Jahreshälfte wieder zulegt. Unsere Prognose für einen Zeithorizont von zwölf Monaten ist nach wie vor ein Devisenkurs von 1,40 USD/EUR.

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

Aktien Japan: **Dr. Markus Irgartinger**

Tel.: + 49 221/1636-349

E-Mail: markus.irgartinger@geninvest.de

Renten: **Dr. Florian Späte**

Tel.: + 49 221/1636-367

E-Mail: florian.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:	29.02.2008				
<b>3-Monats-Geldmarktsatz</b>					
US 3M Libor	3,06	3,11	5,13	5,35	4,70
EUR Eonia	4,04	4,19	4,04	3,60	3,92
EUR 1M Libor	4,20	4,19	4,82	3,75	4,28
EUR 3M Libor	4,39	4,38	4,81	3,85	4,68
JPN 3M Libor	0,96	0,87	0,99	0,71	0,90
UK 3M Libor	5,74	5,58	6,61	5,53	5,99
SWI 3M Libor	2,80	2,65	2,75	2,22	2,76
<b>Renten</b>					
2J. Treasuries	1,64	2,17	3,04	4,62	3,07
5J. Treasuries	2,58	2,81	3,41	4,50	3,46
10J. Treasuries	3,53	3,64	3,97	4,55	4,03
2J. Bunds	3,18	3,41	3,83	3,87	3,96
5J. Bunds	3,37	3,54	3,90	3,89	4,12
10J. Bunds	3,89	3,92	4,11	3,96	4,33
2J. JGBs	0,56	0,55	0,76	0,83	0,71
5J. JGBs	0,83	0,88	1,03	1,18	1,01
10J. JGBs	1,36	1,43	1,48	1,63	1,50
2J. Gilts	4,05	4,27	4,50	5,28	4,35
5J. Gilts	4,15	4,30	4,65	5,14	4,46
10J. Gilts	4,46	4,47	4,63	4,79	4,50
2J. Bonds SWI	2,01	1,90	2,03	2,45	2,20
5J. Bonds SWI	2,50	2,49	2,58	2,49	2,73
10J. Bonds SWI	2,94	2,81	2,73	2,51	2,97
<b>10J. Swap Spreads</b>					
USA	70	63	65	54	64
EUR	41	44	49	24	39
<b>Euro Unternehmensanleihen Spreads</b>					
JPM Credit Industrials	163	149	123	65	129
<b>Emerging-Markets-Anleihen Spreads</b>					
EMBI Latein Amerika	323	309	279	193	275
EMBI Asien	268	249	223	152	214
Euro EMBI Europa	86	84	77	50	73
<b>Währungen</b>					
USD/EUR	1,52	1,48	1,46	1,32	1,46
JPY/USD	104	106	111	119	112
GBP/EUR	0,76	0,74	0,71	0,67	0,73
CHF/EUR	1,58	1,61	1,66	1,61	1,66
<b>Rohstoffe</b>					
Gold \$/Oz	971	923	783	669	836
Crude Oil Brent \$/Barrel	101	92	88	60	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:	29.02.2008				
<b>Welt</b>					
MSCI World	1016	-1,9%	-11,0%	-8,0%	-10,2%
<b>USA</b>					
S&P 500	1331	-3,5%	-10,2%	-5,4%	-9,4%
Dow Jones	12266	-3,0%	-8,3%	0,0%	-7,5%
Nasdaq	2271	-5,0%	-14,6%	-6,0%	-14,4%
<b>Europa</b>					
DJ Euro Stoxx TMI Large	319	-1,5%	-14,9%	-9,3%	-14,5%
DJ Euro Stoxx 50	3724	-1,8%	-15,3%	-8,9%	-15,3%
MSCI EMU	209	-1,2%	-14,4%	-9,8%	-14,0%
DJ Stoxx 600	319	-1,0%	-13,9%	-12,6%	-12,5%
DJ Stoxx 50	3189	-1,6%	-15,0%	-13,0%	-13,4%
MSCI Europe	1360	-0,5%	-12,4%	-9,0%	-11,9%
CAC40	4791	-1,6%	-15,5%	-13,2%	-14,7%
DAX30	6748	-1,5%	-14,3%	0,5%	-16,4%
MIB30	34082	-1,2%	-13,3%	-17,1%	-12,4%
FTSE100	5884	0,1%	-8,5%	-4,7%	-8,9%
SMI	7534	-1,8%	-14,7%	-14,3%	-11,2%
<b>Japan</b>					
Topix	1324	-1,6%	-13,6%	-24,4%	-10,3%
<b>Asien ex Japan</b>					
MSCI AC Asia ex Jp	620	4,7%	-10,3%	22,3%	-10,1%

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:	29.02.2008				
<b>Grundstoffe</b>	272	6,8%	-2,2%	21,8%	-2,7%
<b>Energie</b>	173	4,5%	-6,2%	7,4%	-10,1%
Öl & Gas	171	3,9%	-6,1%	7,7%	-10,3%
<b>Industriegüter</b>	162	1,5%	-14,2%	-7,9%	-13,7%
<b>Gebrauchsgüter</b>	88	-1,3%	-16,1%	-16,4%	-14,7%
Automobile	103	0,5%	-18,1%	9,6%	-14,6%
Medien	71	-2,3%	-11,1%	-16,8%	-12,8%
Handel	90	-3,4%	-21,3%	-30,0%	-17,1%
<b>Verbrauchsgüter</b>	137	0,2%	-9,4%	3,9%	-9,7%
Nahrungsmittel/Kosmetik Einzelhandel	90	-2,7%	-13,2%	-3,8%	-12,6%
Nahrungsmittelproduktion	129	0,5%	-9,5%	5,0%	-9,1%
Haushaltswaren	246	1,8%	-10,7%	-1,2%	-11,6%
<b>Gesundheit</b>	92	-3,2%	-13,1%	-17,4%	-10,1%
Pharma	87	-3,9%	-14,3%	-18,5%	-10,7%
<b>Telekommunikation</b>	80	-6,5%	-14,7%	1,5%	-13,6%
<b>Versorger</b>	168	-1,3%	-10,4%	7,5%	-11,2%
<b>Finanzen</b>	98	-2,6%	-16,4%	-25,9%	-15,0%
Bank	115,6	-1,9%	-17,0%	-25,4%	-15,0%
Finanzdienstleister	92	-1,9%	-17,2%	-24,3%	-18,1%
Versicherungen	58,6	-0,4%	-11,9%	-20,2%	-12,2%
<b>Informationstechnologie</b>	66	-3,7%	-15,0%	-10,9%	-12,9%
IT-Services	15,1	0,5%	-10,4%	-27,8%	-11,0%
Software	75,3	-3,0%	-9,2%	-7,9%	-10,8%
Kommunikations-ausrüstung	84,9	-2,5%	-13,8%	-0,9%	-10,6%
Computer und Peripheriegeräte	47,8	-13,7%	-26,5%	-18,7%	-32,1%
Halbleitersausrüstung	84,4	-12,7%	-30,9%	-38,9%	-26,3%

Quelle: Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen

\* JE = Jahresende (oder Ultimo)

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

Klaus Wiener, Ph. D. (Tel.: +49 221/1636-340)

**Team:**

dott. Fabrizio Barbini (Tel.: +39 040/671-386)  
dott. Marco Giovannini (Tel.: +39 040/671-549)  
Dr. Thomas Hempell (Tel.: +49 221/1636-341)  
Dr. Markus Irngartinger (Tel.: +49 221/1636-349)  
dott. Michele Morganti (Tel.: +39 040/671-599)  
Vladimir Oleinikov (Tel.: +49 221/1636-317)

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

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

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

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

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

**E-Mails Deutschland:**

vorname.nachname@geninvest.de

**E-Mails Italien:**

vorname.nachname@am.generalinvest.com

**Editor:**

Astrid Süße (Tel.: +49 221/1636-354)

**Herausgeber:**

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

**Redaktionsschluss:**

29. Februar 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