

Markttrends

Zusammenfassung

Überblick

- Die Krise im Markt für nachrangige Hypothekendarlehen („subprime“) hat zu einem deutlichen Anstieg der Volatilität und einer kräftigen Ausweitung der Risikoprämien geführt.
- Wir rechnen damit, dass die Nervosität an den Finanzmärkten in den nächsten vier Wochen anhalten wird. Diese Annahme beruht darauf, dass die Liquiditätsverknappung am Geldmarkt wahrscheinlich fortbestehen wird und weitere Investoren Verluste in ihren ABS-Portfolios eingestehen werden.
- Währenddessen besteht nur wenig Aussicht, dass Aktien ihre jüngsten Kursverluste wettmachen werden. Gleichzeitig sollten die Renditen langfristiger Anleihen niedrig bleiben.
- Eine Senkung der Fed Funds Rate im September ist an den Finanzmärkten mittlerweile vollständig eingepreist. Sollte sich die Fed gegen diesen Schritt entscheiden, könnte dies die Märkte zusätzlich destabilisieren.
- Auf mittlere Sicht schätzen wir die Aussichten als verhalten optimistisch ein. In unserem Basisszenario rechnen wir weder mit einer Bankenkrise noch mit einer weltweiten Rezession. Deshalb sollten sich die Finanzmärkte wieder erholen.

Aktien

- Die Aktienmärkte schwächten sich zu einer Zeit ab, als Kurzfristmodelle sie bereits als unattraktiv eingestuft hatten und bewertungsbezogene Momentindikatoren schon auf einen überkauften Aktienmarkt hinwiesen.
- Die Krise am Kreditmarkt belastet das Anlegervertrauen, aber die Zentralbanken machen ihrem Ruf als „Feuerwehr“ zunehmend Ehre. Im nächsten Monat könnte sich die Liquiditätslage angesichts anstehender Commercial Paper-Refinanzierungen dramatisch verschlechtern. Zudem könnten Zwangsverkäufe von Hedgefonds niedrigere Nettovermögenswerte ans Tageslicht bringen.
- Deshalb rechnen wir auf Sicht eines Monats mit einem leichten Wertverlust. Auf mittlere Sicht halten wir einen Wertzuwachs im niedrigen zweistelligen Bereich für wahrscheinlich, da das Bewertungsniveau jetzt noch zwingender für Aktien spricht.



Renten

- Die Renditen der Staatsanleihen sind im Zuge der Subprime-Probleme seit Anfang Juli kräftig gesunken. Die sich ausweitende Liquiditäts- und Refinanzierungskrise hat insbesondere die kurzfristigen Renditen nach unten gedrückt, wodurch die Renditenstrukturkurven erheblich steiler wurden.
- Der Anstieg der Risikoaversion und die Flucht in liquide Anlagen ließen die Kreditspreads auf ein lange nicht erreichtes Niveau steigen. Das Ausmaß der seit langem erwarteten Neubewertung der Risiken wurde durch die Zentralbanken, die den Finanzmärkten mehrfach Liquidität zuführten, gedämpft. Es wird eine gewisse Zeit dauern, bis die gegenwärtig bestehende Unterbewertung im Kreditsegment wieder zurückgeht.
- Auf kurze Sicht rechnen wir damit, dass die Rentenmärkte volatil bleiben werden, denn die grundsätzlichen Probleme bestehen im Wesentlichen fort. Deshalb wird die Nachfrage nach Staatsanleihen kurzfristig wahrscheinlich hoch bleiben, was einen Anstieg der Renditen verhindern sollte. Auf mittlere Sicht sollten sich die Anleihemärkte jedoch stabilisieren und die Renditen nach oben tendieren.

Fortsetzung: nächste Seite >



GENERALI
Investments

Währungen

- Der Greenback blieb gegenüber dem Euro schwach. Ängste, dass sich die Subprime-Krise auch im Euro-Raum negativ bemerkbar machen könnte, verhinderten jedoch einen Anstieg des Euro über das jetzige Niveau von 1,36 USD/EUR.
- Angesichts der steigenden Volatilität und der Unsicherheit hinsichtlich des weiteren Konjunkturverlaufs in den USA kamen Carry Trades zunehmend unter Druck, was den Kurs des japanischen Yen bis auf 114 JPY/USD trieb.

- Die weitere Entwicklung am Devisenmarkt wird wohl maßgeblich von der zukünftigen Geldpolitik bestimmt werden. Wir rechnen mit einem Anstieg des Euro und des Japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar.

Überblick

In den vergangenen zwei Monaten hat sich das Umfeld für die Finanzmärkte vollkommen verändert. Während bis Mitte Juli noch das weltweit kräftige Wirtschaftswachstum und das Risiko einer sich beschleunigenden Inflation an den Finanzmärkten im Vordergrund standen, dreht sich jetzt alles um die Subprime-Krise und die hierdurch hervorgerufene Liquiditätsverknappung. Des Weiteren machen sich die Anleger mittlerweile Gedanken darüber, in welchem Ausmaß die weltweite Konjunktur durch

die jüngsten Entwicklungen in Mitleidenschaft gezogen werden könnte. Zum jetzigen Zeitpunkt lassen sich die endgültigen Auswirkungen im Detail nur schwer einschätzen. Die Situation wird dadurch verkompliziert, dass keine Markttransparenz hinsicht-

Gesamtbeurteilung der Auswirkungen noch schwer möglich

lich des tatsächlichen ABS-Engagements der Anleger besteht. Marktteilnehmer befürchten, dass jederzeit der nächste Investor beträchtliche Verluste aus ABS-Anlagen eingestehen könnte.

Allein deswegen wird die Marktvolatilität kurzfristig voraussichtlich hoch bleiben. Zusätzlich existieren weitere Faktoren, die eine Markterholung zum jetzigen Zeitpunkt unwahrscheinlich machen. Zum Beispiel hat sich die Stabilisierung der Finanzmärkte nach der überraschenden Senkung des Diskontsatzes durch die Fed als kurzlebig erwiesen. Dies macht unseres Erachtens deutlich, wie anfällig die Stimmung der Anleger derzeit

ist. Außerdem sind die Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen in den Konjunkturdaten bislang noch nicht erkennbar. Wir erwarten jedoch, dass sich dies mit den Umfragedaten in den nächsten Wochen ändern wird. Die anhaltende Unsicherheit an den Finanzmärkten macht auf kurze Sicht eine Erholung an den Aktienmärkten unseres Erachtens sehr unwahrscheinlich.

Gleichzeitig sollten die Renditen langfristiger Anleihen niedrig bleiben.

Mittelfristig dürfte die Entwicklung an den Finanzmärkten von drei Faktoren abhängig sein. Erstens ist von Bedeutung, wie sich die Konjunktur weltweit entwickeln wird; zweitens wird sich zeigen, ob es zu einer nachhaltigen Kreditverknappung kommen wird. Drittens schließlich wird das Verhalten der Zentralbanken eine entscheidende Bedeutung haben. Natürlich sind alle dieser drei Faktoren miteinander verflochten. So schwerwiegend die jüngsten Marktanpassungen erscheinen mögen, sie haben bislang keinesfalls dramatische Ausmaße erreicht. Immerhin liegt die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen weiterhin deut-

Tabelle 1

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

Tabelle 2

Anleihen	aktuell	1M.	12M.
10J. Treasuries (USA)	4,60	4,50	5,00
10J. Bunds (Deutschland)	4,26	4,20	4,70
10J. JGBs (Japan)	1,61	1,50	2,30
Unternehmensanleihen	aktuell	1M.	12M.
IBOXX Corporates Non Fin	80	80	75
Währungen	aktuell	1M.	12M.
USD/EUR	1,36	1,37	1,30
JPY/USD	116	113	115
GBP/EUR	0,68	0,67	0,69
Aktien	aktuell	1M.	12M.
S&P 500	1461	1460	1600
DJ EURO STOXX TML	362	360	415

Aktuelle Werte = Durchschnittswerte der letzten fünf Handelstage

lich über 4%, und einige Aktienindizes wie beispielsweise der DAX haben seit Jahresanfang immer noch ein deutliches Plus vorzuweisen. Wir führen die relative Widerstandsfähigkeit der Finanzmärkte auf die zurzeit gute Verfassung der Weltwirtschaft zurück. Eine deutliche Verschlechterung der Konjunktur würde die Finanzmärkte mit Sicherheit noch weiter destabilisieren. Wir gehen zwar davon aus, dass die Finanzmarktkrise weltweit Spuren in der Konjunktur hinterlassen wird, insbesondere in den USA, doch dürfte die robuste Entwicklung der privaten Einkommen (private Haushalte, Unternehmen) ausreichen, um eine stärkere Konjunkturabschwächung zu verhindern. Ebenso ist es unwahrscheinlich, dass eine systemische Bankenkrise und eine damit verbundene Kreditverknappung ausbrechen wird, denn Finanzrisiken sind aufgrund ihrer Verbiebung im Finanzmarkt breit gestreut. Folglich werden es wohl die Anleger sein, die am meisten unter der Krise zu leiden haben. Die Gewinne der Banken dürften zwar leiden, doch heißt das längst nicht, dass die Geschäftsbanken die Kreditvergabe an solide Finanzinvestoren einstellen werden.

Die Zentralbanken haben in den vergangenen Wochen eindeutige Hinweise gegeben, dass sie in Notlagen eingreifen werden. Bislang haben sie sich darauf konzentriert, den Markt mit zusätzlicher Liquidität zu versorgen. Im Hinblick auf die Leitzinsen haben die Zentralbanken jetzt unseres Erachtens kaum noch Grund, an ihrer vorherigen Ausrichtung auf eine straffere Geldpolitik festzuhalten. Wir denken,

Zentralbanken stellen Unterstützung in Notlagen in Aussicht

dass weder die EZB noch die BoJ die Leitzinsen im September erhöhen werden und die Fed ihre Funds Rate am 18. September voraussichtlich sogar senken wird. Sollte sich die Fed gegen diese mittlerweile vollständig eingepreiste Zinssenkung entscheiden, könnte dies die Finanzmärkte zusätzlich destabilisieren. Das größte Risiko für unseren „verhalten“ optimistischen Ausblick ist die weitere Entwicklung der US-Konjunktur. Sollte sie stärker in Mitleidenschaft gezogen werden als wir dies gegenwärtig erwarten, würde dies weitere Verluste an den Finanzmärkten nach sich ziehen.

Aktien

Wenn Risiken Wirklichkeit werden ...

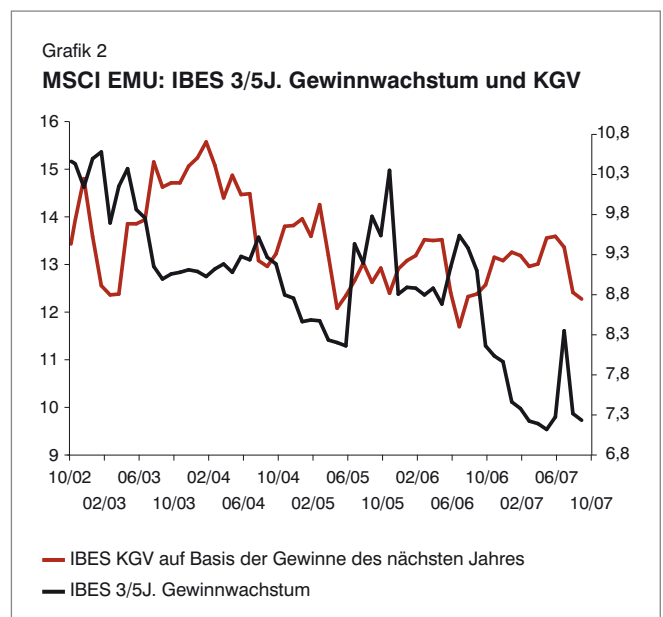
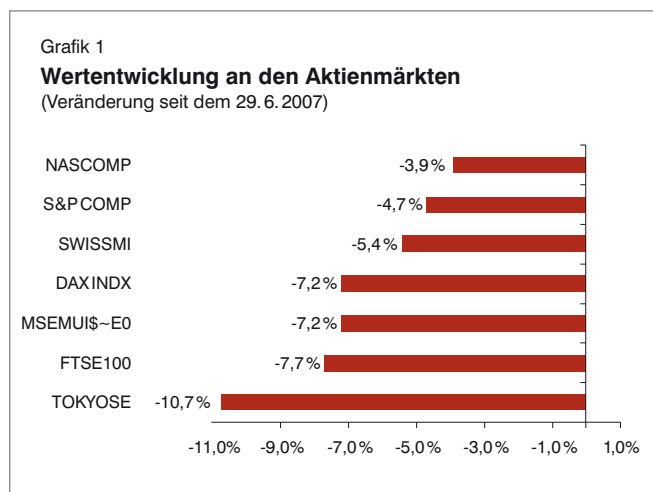
... können Aktienmärkte schwer unter Druck geraten und manchmal sogar in die Knie gehen. Das ist diesmal nicht der Fall, denn der S&P und die europäischen Aktienindizes haben bislang „nur“ 5% bzw. 7% im Vergleich zum Höchststand verloren. Im nächsten Monat kann es durchaus zu weiteren Gewinnmitnahmen kommen, denn Verluste der Banken und eine schlechte Entwicklung der Nettovermögenswerte von Hedgefonds könnten nochmals eine Liquiditätsverknappung auslösen. Deshalb rechnen wir

für die kommenden Wochen mit einem leichten Wertverlust. Diversifizierte US-Finanzwerte sind bereits deutlich unter die Räder gekommen und ihre KGVs sind auf einen historischen Tiefstand gesunken (s. unten stehende

Krise im Subprime-Markt fordert ihren Tribut

Grafik). Am japanischen Aktienmarkt fielen die Kurse um 11%, da neben den Anspannungen in den weltweiten Bankensystemen hausgemachte Probleme zusätzlich belasteten. Dagegen haben

sich die Schwellenländer bislang als „sicherer Hafen“ erwiesen: Ihr Gesamtindex verlor nur 1%, der chinesische Aktienmarkt schoss sogar um 15% (!) in die Höhe. In China mehren sich die Hinweise auf eine Beschleunigung des Privaten Verbrauchs, was eine Festigung der sich bislang fast ausschließlich auf die Investitionsnachfrage stützenden Konjunktur zur Folge hätte. Andererseits sind die Bewertungen jetzt noch höher als sie bereits im Juni waren. Damals signalisierte das dreistufige Modell zum Wachstum der Unternehmensgewinne (je Aktie) eine unattraktive Bewertung, was allerdings durch das KGV-Niveau kompensiert wurde. Dies ist jetzt nicht mehr der Fall. Auch die KGVs erscheinen mittlerweile recht hoch. Das Risiko eines Platzens der Blase am chinesischen Aktienmarkt nimmt zu.



Unter den verschiedenen Sektoren in Europa mussten Ölunternehmen und diversifizierte Finanztitel die höchsten Verluste (-11%) hinnehmen, während sich die Sektoren Nahrungsmittel, Software, Telekommunikation, Auto, Kommunikationsausrüstungen und Pharmazie überdurchschnittlich entwickelten.

Die Belastungsfaktoren scheinen überwältigend ...

Es ist nicht auszuschließen, dass die Krise am Kreditmarkt derartige Ausmaße annehmen wird, dass sie die Konjunktur in den USA und Europa beeinträchtigen könnte. Bislang haben sich die Frühindikatoren in beiden Regionen auf einem nunmehr hohen Niveau stabilisiert. In den USA könnte der Private Verbrauch allerdings in unmittelbarer Zukunft durch eine Abschwächung der Preise für Wohnimmobilien und eine geringere Verfügbarkeit von Krediten belastet werden.

Hinzu kommen Belastungen für den Bankensektor durch

- 1) Verluste in eigenen Fonds und „Anlagevehikeln“,
- 2) eine Zunahme der Kreditausfälle sowie notleidender Kredite und
- 3) einen Rückgang der Provisionseinnahmen aus dem M&A-Geschäft. Das hohe Gewicht des Bankensektors im Gesamtindex könnte zu einem langsameren Wachstum der Unternehmensgewinne insgesamt führen.

... aber eine Rückkehr zur Normalität kommt auch nicht ungelegen

Die Kreditausfallquoten lagen zuletzt weit unter ihrem historischen Durchschnitt und auch so genannte „Carry Trades“ hatten ein nicht tragfähiges Ausmaß erreicht. Die Volatilität am Aktienmarkt war nicht nur aus historischer Sicht, sondern auch relativ zum Fed-Funds-Zyklus zu niedrig.

Das M&A-Geschäft wurde zu stark durch die Übernahme von Fremdfinanzierungsrisiken angetrieben und hat somit zur übertriebenen Spekulation beigetragen. In dieser Hinsicht lässt sich unterstreichen, dass die „strategischen“ Faktoren, die das M&A-Geschäft bislang stimuliert haben, weiterhin vorhanden sind. Das zeigen auch die jüngsten Meldungen. Eine Normalisierung des Verbraucherverhaltens in den USA ist ebenfalls höchst willkommen. So neigt sich die spekulative Phase, die den US-Wohnimmobilienmarkt, die Verbraucher, Kreditvehikel und fremdfinanzierte Übernahmen im Griff hielt, zu einer Zeit dem Ende entgegen, in der das Weltwirtschaftswachstum noch hoch ist, der Spielraum der Geldpolitik ausreichend scheint, und in der sogar eine etwas expansivere Fiskalpolitik in den USA (in einem Wahljahr) für eine positive Überraschung sorgen könnte.

Potenzielle neue Risiken und Ausgleichsfaktoren

Als erstes dürften ab jetzt die Schätzungen der Unternehmensgewinne (je Aktie) aufgrund des schlechter gewordenen gesamtwirtschaftlichen Umfelds nach unten korrigiert werden.

Gewinnschätzungen dürften nach unten revidiert werden

In dieser Hinsicht weist die mittlere Grafik bereits auf eine spürbare Verschlechterung des langfristigen Gewinnwachstums hin. Dies wiederum sollte einem Anstieg der KGVs kurzfristig enge Grenzen setzen. Die

bereits beschriebene Blase am chinesischen Aktienmarkt stellt eine weitere Bedrohung dar. Mögliche Ausgleichsfaktoren für die genannten Risiken sind noch zahlreicher vorhanden: a) ein guter Ruf der Fed, der aus früherem Krisenverhalten resultiert;

- b) niedrigere Renditen 10-jähriger Staatsanleihen, niedrigere Ölpreise und ein Rückgang der Inflation;
- c) Fortsetzung der Strukturreformen in Europa;
- d) Anhalten des strategischen M&A-Geschäfts und eine mögliche Rotation in die Sektoren Pharmazie, Technologie, Finanzwerte und deutsche Banken;
- e) gute Liquiditätslage der Unternehmen und Aktienrückkäufe.

Bewertungsniveau und Schlussfolgerungen

Die Kurzfrist-Modelle befinden sich jetzt wieder im positiven Bereich, wenn auch nur leicht. Die Langfrist-Modelle signalisieren eine noch stärkere Unterstützung wozu der Rückgang der 10-jährigen Renditen beitrug. Außerdem ist unsere Schätzung des Gewinns je Aktie im Vergleich zur Konsensschätzung bereits vorsichtig. Des Weiteren befinden sich unsere bewertungsbezogenen Momentmodelle (taktische Indikatoren) jetzt in einem extrem positiven Bereich. Die implizite Risikoprämie auf Aktien hat ebenfalls wieder ein interessantes Niveau erreicht (was auf lange Sicht für Aktien spricht). Aus diesen Gründen sehen wir für Aktien auf mittlere Sicht ein ansehnliches Kurspotenzial (+10%).

Kurzfristig sind wir jedoch angesichts wahrscheinlicher negativer Überraschungen im September vorsichtig. Dann nämlich könnten ein Rückgang der Nettovermögenswerte von Hedgefonds und die anstehende Refinanzierung von Commercial Papers nochmals zu einer Liquiditätsnotlage und folglich zu Zwangsverkäufen führen. Deshalb rechnen wir auf Monatssicht mit einer leicht negativen Wertentwicklung. Wir empfehlen, mögliche Kursrückschläge zum Positionsaufbau am Aktienmarkt zu nutzen.

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten beeinträchtigen auch den japanischen Aktienmarkt. So verloren japanische Blue Chips in den letzten Wochen deutlich stärker an Wert als die „Large Caps“ in den USA und in Europa. Am 17. August fielen die Kurse japanischer Aktien um fast 6% – der prozentual höchste Tagesverlust seit September 2001. Am gleichen Tag senkte die Fed den Diskontsatz. Seitdem hat sich die Stimmung etwas aufgehellt und der Aktienmarkt hat sich leicht erholt, so dass unter dem Strich für die vergangenen zwei Monate ein Wertverlust von 12% zu Buche steht.

Schlüsselfaktor Subprime-Markt

Internationale Investoren haben in den letzten Wochen in großem Umfang japanische Large Caps verkauft. So stießen beispielsweise bereits im Juli Anleger aus dem Euro-Raum japanische Aktien im Wert von ¥140 Mrd. ab. Hauptgrund hierfür war allerdings nicht, dass japanische Banken im hohen Maße unter ihrem Engagement im Subprime-Markt gelitten hätten, sondern vielmehr die Sorge vor einer Konjunkturabschwächung in den USA und entsprechend negativen Folgen für die globale Konjunkturentwicklung.

Mitte August gaben die führenden japanischen Finanzinstitute das Ausmaß ihres Engagements im Subprime-Markt bekannt, um hierdurch Unsicherheit aus dem Markt zu nehmen. Doch trotz des eher geringen Engagements konnte der Finanzsektor von der Bekanntgabe kaum profitieren.

Kein Rückenwind mehr vom Wechselkurs

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten haben auch eine teilweise Auflösung von Carry Trades mit Yen bewirkt, so dass der Yen kräftig aufwertete. Auf einem Niveau von 115 JPY/USD kommt vom Wechselkurs kein Rückenwind mehr für den exportorientierten Sektor, da große Unternehmen der verarbeitenden Industrie gemäß aktuellen Tankan-Berichts für das Bilanzjahr 2007 mit diesem Wechselkursniveau gerechnet haben. Da sich der Sektor Transportausrüstungen seit Jahresbeginn bereits deutlich unter Durchschnitt entwickelt hat, wird die kräftige Outperformance des Maschinenbausektors möglicherweise schwerer aufrecht zu halten sein. Gleiches gilt für den Sektor Elektrogerä-

te, der sich in den letzten Wochen deutlich überdurchschnittlich entwickelt hat.

Wir gehen davon aus, dass die Sorgen um den Subprime-Markt noch einige Zeit anhalten und die Aktienmarktentwicklung belasten werden. Die Märkte dürften deshalb volatil bleiben und auf Meldungen im Hinblick auf den US-Wohnimmobilienmarkt negativ reagieren. Auf Monatssicht rechnen wir mit einem Rückgang des Topix. Auf längere Sicht sind wir optimistischer, denn die Weltwirtschaft wächst weiterhin kräftig und ist bislang nur wenig von den Turbulenzen im Subprime-Markt beeinträchtigt worden.

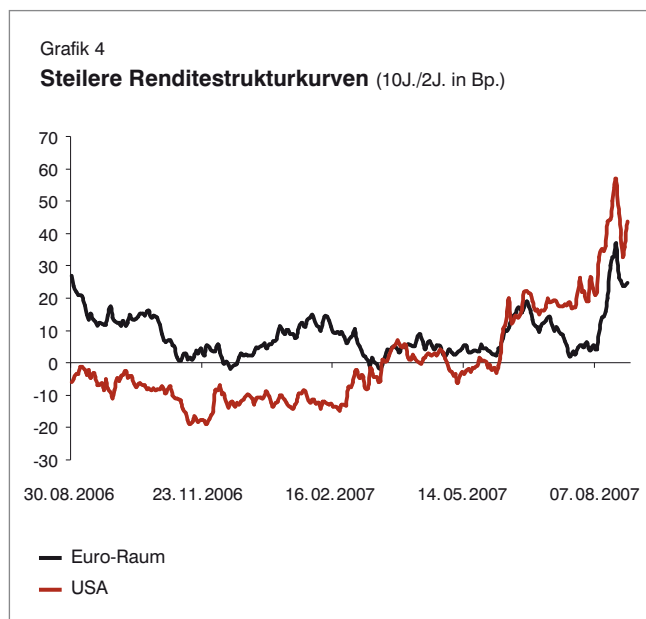
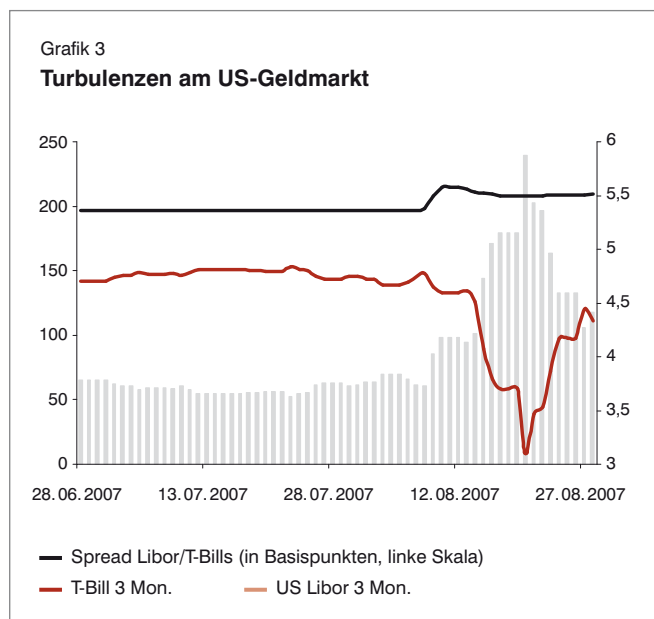
Renten

Zwischen März und Juni stiegen die Anleiherenditen fast jede Woche an, was auf wachsende Inflationsängste und einen insbesondere im Euro-Raum überschäumenden Konjunkturoptimismus zurückzuführen war. Seitdem hat sich das Bild jedoch dramatisch verändert. Die derzeitigen Turbulenzen an den Finanzmärkten haben ihren Ursprung im US-Markt für nachrangige Hypothekendarlehen (s. Abschnitt zu den USA). Die Flucht in Qualitätsanlagen und eine Neueinschätzung der Konjunkturaussichten in den USA drückten die Renditen in den USA und im Euro-Raum nach unten.

Geldmärkte von Angst getrieben

Anfang August war ein neuer Aspekt zu beachten. Die Liquiditätskrise weitete sich zu einer Refinanzierungskrise aus. Negative Nachrichten aus den Bereichen Hedgefonds und Asset Backed Securities (ABS) ließen bei den Marktteilnehmern Zweifel an der finanziellen Stabilität des Bankensystems aufkommen. Aufgrund der Unsicherheit über das Ausmaß der Verluste im Finanzsektor stellten sich die Banken nur widerwillig gegenseitig Finanzmit-

tel zur Verfügung. Dies trieb wiederum die Renditen kurzfristiger Staatstitel und T-Bills nach unten, da sich die Anleger eher sicheren Vermögenswerten zuwandten. Dagegen stieg der kurzfristige Interbankenzins kräftig an. Entsprechend erhöhte sich der Spread zwischen besicherten und unbesicherten kurzfristigen Krediten auf ein lange nicht mehr registriertes Niveau. Zwar sorgten die Liquiditätsspritzen der weltweiten Zentralbanken sowie wachsende Zinssenkungsspekulationen dafür, dass die Anspannung an den Tagesgeldmärkten etwas nachließ und ein wenig Vertrauen in die Finanzmärkte zurückkehrte, doch verharrte der Spread für längerfristige Kredite weiter über seinem historischen Durchschnittswert. Da dies auf eine finanzielle Notlage hinweist, wäre es zu früh, bereits von einem Ende der Liquiditätsverknappung zu sprechen. Aufgrund der Turbulenzen an den Finanzmärkten gingen die Renditen kurzfristiger Staatstitel ab Mitte August kräftig zurück, was für deutlich steilere internationale Renditestrukturkurven sorgte. Während sich der 10J./2J.-Spread im Euro-Raum zeitweise auf 37 Basispunkte ausweitete, stieg er in den USA sogar bis auf 57 Basispunkte und damit auf den höchsten Stand seit Mai 2005.



Die „Flucht in die Qualität“ hat zu einer beträchtlichen Ausweitung der Spreads in den Kreditmärkten geführt. Anfang Juni lag der JP Morgan EMBI Global Spread bei etwa 150 Basispunkten. In den vergangenen zwei Monaten hat sich dieser Spread zwischenzeitlich um mehr als 100 Basispunkte ausgeweitet und beträgt derzeit 240 Basispunkte. Während dieser Anstieg der Spreads hauptsächlich auf Folgeeffekte zurückzuführen ist, sind für die Ausweitung der Swapsreads in den USA und im Euro-Raum im Wesentlichen die fehlende Klarheit

Geldmärkte im Bann der Refinanzierungskrise

hinsichtlich der Verluste des Finanzsektors und der höhere Interbankenzins verantwortlich. Da es einige Zeit benötigen wird, um das Vertrauen in den Bankensektor wieder vollständig herzustellen und Zweifel über mögliche „Leichen im Keller“ bzw. in den Bankbilanzen auszuräumen, ist es durchaus möglich, dass die Swapsreads auf absehbare Zeit auf einem strukturell höheren Niveau verharren werden. Im Gegensatz dazu sollten sich die Spreads auf Emerging-Markets-Anleihen wieder einengen, sobald die Liquiditätskrise abebbt und sich die Finanzmärkte stabilisieren.

Ausblick auf eine wechselhafte Entwicklung

Zuletzt hat sich die Lage an den Rentenmärkten wieder etwas beruhigt. In Hoffnung auf zukünftige Schritte der Zentralbanken steigerte sich der Risikoappetit der Marktteilnehmer wieder etwas. Dennoch gehen wir davon aus, dass das volatile Marktumfeld fortbestehen wird. Die Märkte dürften in Folge wechselnder Nachrichten weiter stark schwanken. Die Stimmung bleibt also

anfällig. Sollte sich unsere Einschätzung bestätigen, dass die Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen auf die Realwirtschaft gering bleiben, und folglich die EZB die anvisierte Zinserhöhung nur verschiebt, ist ausgehend vom derzeitigen Niveau der Spielraum der Renditen nach unten begrenzt. Ein nachhaltiger Renditeanstieg ist angesichts der voraussichtlich anhaltenden Nervosität allerdings noch unwahrscheinlicher. Insgesamt dürfte sich die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen kaum verändern, während die Rendite 10-jähriger Treasuries voraussichtlich moderat fallen wird. Aufwärtspotenzial sehen wir dagegen bei den Renditen kurzer Laufzeiten, insbesondere im Euro-Raum. Zwar werden die Zentralbanken weiter zusätzliche Liquidität

Rentenmärkte werden volatil bleiben

zur Verfügung stellen, doch ist noch unklar, welchen Preis – sprich Zins – die Zentralbanken für diese Liquidität verlangen werden. Zentralbanken verändern die Leitzinsen in Abhängigkeit zu ihren Prognosen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Im Euro-Raum ist die fundamentale Lage unverändert robust, in den USA sollten eine (höchstens zwei) Zinssenkungen im Jahr 2007 ausreichen. Daher prognostizieren wir für beide Regionen eine Verschiebung des kurzen Kurvenendes nach oben. Auf mittlere Sicht rechnen wir mit einer nachhaltigen Stabilisierung der Finanzmärkte, was einen Renditeanstieg auf beiden Seiten des Atlantiks mit sich bringen würde. Die Renditestrukturkurven werden im Zuge dieser Entwicklung wieder flacher werden, und zwar insbesondere im Euro-Raum, wo wir im Rahmen unseres Basisszenarios weiterhin mit einer Zinserhöhung auf 4,25% im vierten Quartal 2007 rechnen.

Währungen

Die Sorgen um den Subprime-Hypothekenmarkt haben zuletzt auch die Entwicklung an den Devisenmärkten geprägt. Während der vergangenen Wochen stieg der Euro gegenüber dem Greenback auf einen neuen Höchststand von 1,38 USD/EUR. Aufgrund der Ängste vor einer Verstärkung der Turbulenzen an den Kreditmärkten und vor einer anhaltenden Schwäche des

Wohnimmobilienmarktes verlor der US-Dollar auf breiter Front an Stärke. Sein effektiver Wechselkurs fiel auf den tiefsten Stand seit 15 Jahren. Im weiteren Verlauf machte der Greenback jedoch etwas an Boden gut, da er angesichts der weltweiten Kursrückgänge an den Aktienmärkten von der wachsenden Risikoaversion profitierte. Des Weiteren fand der US-Dollar

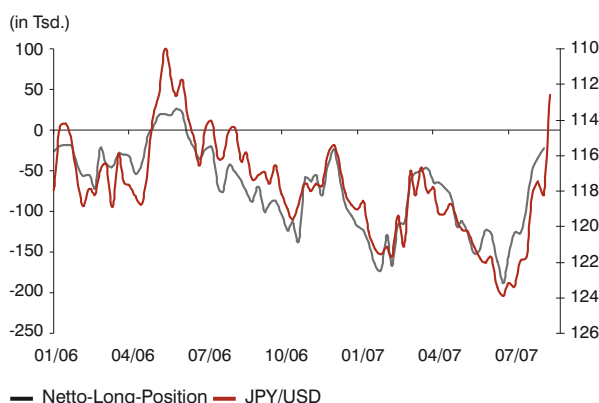
Tabelle 3

Währung Relation	aktuell 29.08.2007	Veränderungen 2006	Veränderungen 2005	Veränderungen 2004
USD/EUR	1,37	11,5%	-12,7%	8,7%
JPY/USD	115	0,9%	15,1%	7,5%
JPY/EUR	158	12,5%	0,5%	16,8%
USD/GBP	2,02	13,8%	-10,3%	13,0%
GBP/EUR	0,68	-2,0%	-2,7%	-3,8%
CHF/EUR	1,64	3,4%	0,8%	5,1%

Grafik 5

Spekulation gegen den Yen

(Anzahl der Kontrakte, CFTC-Daten)



Unterstützung in soliden US-Wachstumswerten für das zweite Quartal und in der Rückführung von Geldern aus dem Ausland. Zuletzt gewann die Erholung des US-Dollar zusätzlich an Stärke, als das BIP-Wachstum des Euro-Raums im zweiten Quartal enttäuschte und die Subprime-Krise ihren Weg über den Atlantik fand. Derzeit notiert der Euro bei 1,36 USD/EUR. Im Zuge der genannten Entwicklungen machte auch der japanische Yen Boden gegenüber dem US-Dollar gut. Carry Trades wurden aufgrund von Befürchtungen darüber aufgelöst, dass ein weiterer Wertverlust des Greenback den Zinsvorteil überkompensieren könnte. Zudem unterstützten wahrscheinlich geringere Mittelflüsse aus Japan ins Ausland den Yen. In der Folge hat sich auch negative Netto-Long-Position im Währungspaar JPY/USD erheblich verringert, was zu einer Aufwertung des Yen auf gegenwärtig 116 JPY/USD führte.

Abbau von Carry Trades hat begonnen

Auf Monatssicht sollte der Druck auf den US-Dollar anhalten. Dabei ist die weitere Entwicklung der Geldpolitik von entscheidender Bedeutung. Wir erwarten, dass die EZB Anfang September die Leitzinsen zunächst unverändert belassen und die Zinsen im späteren Jahresverlauf erhöhen wird, während die Fed voraussichtlich eine Zinssenkungsphase einläuten wird. Somit werden sich die Zinsunterschiede wahrscheinlich weiter verringern. Vor dem Hintergrund der Risiken für die US-Konjunktur dürften zudem internationale Investoren die Diversifizierung ihrer Währungsreserven zu Gunsten des Euro vorantreiben. Wir erwarten auf Monatssicht einen Wechselkurs von 1,37 USD/EUR. Die BoJ wird ihre Leitzinsstraffung voraussichtlich verschieben, aber die gestiegene Volatilität an den Finanzmärkten sollte das Volumen von Carry Trades auf eher niedrigem Niveau verharren lassen. Folglich dürfte der japanische Yen in den kommenden Wochen auf 114 JPY/USD aufwerten.

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: **Dr. Markus Irngartinger**

Tel.: + 49 221/1636-349

E-mail: markus.irngartinger@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 4

Entwicklung der Renten, Wechselkurse und Rohstoffe

	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE* 2006
Stand:	31.08.2007				
3-Monats-Geldmarktsatz					
USA	3,91	4,82	4,60	4,92	4,89
EUR	4,10	4,17	4,05	3,19	3,65
JPN	0,66	0,64	0,58	0,35	0,45
UK	5,85	5,84	5,65	4,82	5,17
SWI	2,90	2,71	2,47	1,68	2,10
Renten					
2J. Treasuries	4,15	4,55	4,91	4,79	4,82
10J. Treasuries	4,54	4,77	4,89	4,73	4,71
2J. Bunds	4,00	4,29	4,37	3,50	3,89
10J. Bunds	4,24	4,35	4,40	3,76	3,95
2J. JGBs	0,87	0,98	0,98	0,61	0,80
10J. JGBs	1,61	1,80	1,74	1,63	1,68
2J. Gilts	5,33	5,53	5,72	4,86	5,15
10J. Gilts	5,03	5,20	5,25	4,51	4,73
2J. Bonds SWI	2,78	2,77	2,76	2,00	2,47
10J. Bonds SWI	2,93	3,04	3,02	2,47	2,46
10J. Swap Spreads					
USA	70	74	56	56	48
EUR	40	36	26	24	24
Euro Unternehmensanleihen Spreads					
JPM Credit Industrials	98	87	60	78	70
Emerging-Markets-Anleihen Spreads					
EMBI Lateinamerika	260	240	161	205	180
EMBI Asien	212	197	121	185	128
Euro EMBI Europa	64	61	44	57	47
Forex					
USD/EUR	1,36	1,37	1,35	1,28	1,32
JPY/USD	116	118	122	117	119
GBP/EUR	0,68	0,67	0,68	0,67	0,67
CHF/EUR	1,65	1,65	1,65	1,58	1,61
Rohstoffe					
Gold \$/Oz	673	665	662	624	635
Crude Oil Brent \$/Barrel	72	77	68	68	59

Quelle: Thomson Financial Datastream, Bloomberg, eigene Berechnungen

* JE = Jahresende (oder Ultimo)

Tabelle 5

Entwicklung der Aktienmärkte

Aktien	Aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	Ytd*
Stand:	31.08.2007				
Welt					
MSCI World	1138	-0,2%	-4,4%	12,2%	3,4%
USA					
S & P500	1474	1,3%	-3,7%	13,1%	3,9%
Dow Jones	13358	1,1%	-2,0%	17,4%	7,2%
Nasdaq	2596	2,0%	-0,3%	18,9%	7,5%
Europa					
DJ Euro Stoxx TMI Large	369	-0,6%	-5,2%	14,9%	4,9%
DJ Euro Stoxx 50	4295	-0,5%	-4,8%	12,8%	4,2%
MSCI EMU	242	-0,7%	-5,4%	15,7%	4,9%
DJ Stoxx 600	376	-1,1%	-5,2%	12,3%	2,9%
DJ Stoxx 50	3766	-0,8%	-4,3%	6,9%	1,8%
MSCI Europa	1545	-0,8%	-5,2%	12,7%	3,5%
CAC40	5663	-1,5%	-7,2%	9,6%	2,2%
DAX30	7638	0,7%	-3,1%	30,4%	15,8%
MIB30	40401	-0,4%	-6,6%	6,3%	-2,8%
FTSE100	6303	-0,9%	-4,8%	6,7%	1,3%
SMI	8881	0,0%	-6,0%	8,7%	1,1%
Japan					
Topix	1608	-5,7%	-8,4%	-1,6%	-4,3%
Asien ex Japan					
MSCI AC Asien ex Jp	621	-0,9%	10,7%	41,5%	21,2%

Quelle: Thomson Financial Datastream, Bloomberg, eigene Berechnungen
* Ytd = Year to date

Tabelle 6

Entwicklung der Aktiensektoren

Europäische MSCI Sektoren	Aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	Ytd*
Stand:	31.08.2007				
Grundstoffe	262	-0,9%	-0,3%	34,7%	19,9%
Energie	179	-2,9%	-0,5%	4,0%	3,4%
Öl & Gas	176	-2,8%	-0,5%	3,2%	3,2%
Industriegüter	191	-2,0%	-5,8%	31,8%	12,5%
Gebrauchsgüter	111	-1,8%	-7,0%	20,1%	7,5%
Automobile	120	-0,5%	2,5%	61,3%	38,8%
Medien	86	-1,5%	-7,5%	9,3%	2,5%
Handel	123	-1,5%	-10,9%	9,3%	-1,6%
Verbrauchsgüter	145	3,8%	-0,2%	18,7%	11,9%
Nahrungsmittel/Kosmetik Einzelhandel	102	2,6%	-3,6%	20,6%	14,2%
Nahrungsmittelproduktion	136	5,7%	2,9%	17,4%	11,2%
Haushaltswaren	263	0,2%	-1,8%	21,6%	12,4%
Gesundheit	105	-1,0%	-6,8%	-9,2%	-5,1%
Pharma	100	-0,8%	-6,8%	-11,5%	-6,0%
Telekommunikation	83	5,0%	-0,8%	27,4%	6,0%
Versorger	169	3,1%	-4,3%	23,2%	6,4%
Finanzen	124	-3,3%	-10,6%	2,4%	-6,5%
Bank	147	-4,0%	-9,3%	1,3%	-5,6%
Finanzdienstleister	113	-5,4%	-10,2%	-3,4%	-8,4%
Versicherungen	70,4	0,2%	-8,2%	9,0%	-2,9%
Informationstechnologie	84	3,2%	3,1%	17,3%	10,0%

Quelle: Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen
* Ytd = Year to date

Impressum**Leiter Research:**

Dr. Klaus Wiener (Tel.: +49 221/1636-340)

Team:

Dott. Fabrizio Barbini (Tel.: +39 040/671-386)
Dott. Marco Giovannini (Tel.: +39 040/671-549)
Dr. Markus Irrgartinger (Tel.: +49 221/1636-349)
Dott. Michele Morganti (Tel.: +39 040/671-599)
Dr. Oliver Murschall (Tel.: +49 221/1636-347)
Vladimir Oleinikov (Tel.: +49 221/1636-317)

Dr. Florian Späte, CIAA (Tel.: +49 221/1636-367)
Dott. Federica Tartara, CFA (Tel.: +39 040/671-980)
Dr. Martin Wolburg (Tel.: +49 221/1636-346)

E-mails Deutschland:

vorname.nachname@geninvest.de

E-mails Italien:

vorname.nachname@am.general.com

Editor:

Anne Marks (Tel.: +49 221/1636-354)

Herausgeber:

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

Redaktionsschluss:

30. August 2007

Quellen der Grafiken und Tabellen:

Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen.

Generali Investments, Köln/Triest 2007 · 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