

Markttrends

Zusammenfassung

Überblick

- Während der letzten vier Wochen waren die Entwicklungen an den Finanzmärkten von zunehmender Risikoaversion geprägt. Dabei standen die Unsicherheit im Hinblick auf die künftige Geldpolitik in den USA und die schlechten Daten vom Immobilienmarkt im Vordergrund.
- Wir gehen davon aus, dass die Subprime-Krise die Finanzmärkte weiter beschäftigen wird, weshalb die Renditen langfristiger Anleihen niedrig und die Entwicklung am Aktienmarkt trotz guter Bewertungskennzahlen mäßig bleiben sollten.
- Ein potenzielles Risiko stellt der US-Dollar dar, der sich auf einem historischen Tiefstand gegenüber dem Euro befindet. Ein Ausbleiben der erwarteten Zinssenkung durch die Fed könnte die Märkte ebenfalls belasten.

Aktien

- Im letzten Monat haben wir eine Seitwärtsbewegung für Oktober prognostiziert und das Risiko möglicher Rückschläge hervorgehoben, da die Probleme an den Kreditmärkten unseres Erachtens nicht ausreichend am Markt berücksichtigt und die Value-Momentum-Indikatoren wieder in den neutralen Bereich zurückgekehrt waren.
- Wir sind weiterhin zurückhaltend, doch unsere mittelfristige Sicht ist positiv, da die Lockerung der Geldpolitik durch die Fed Unterstützung verleiht. Die Momentum-Indikatoren bewegen sich im neutralen bis positiven Bereich.
- Für den nächsten Monat rechnen wir nur mit einer leicht positiven Wertentwicklung und stufen gelegentlich mögliche Rückschläge als Kaufgelegenheiten ein.

Anleihen

- Die Anleiherenditen sind bis Mitte Oktober auf beiden Seiten des Atlantiks weiter angestiegen. Danach sind sie wieder stark gesunken, in die Nähe ihrer Tiefstände von Anfang September.
- Obwohl sich die Lage an den Geldmärkten langsam entspannt, haben Sorgen um eine Ausweitung der Probleme am US-Wohnimmobilienmarkt auf die Gesamtwirtschaft und



die Erwartung weiterer Leitzinssenkungen durch die Fed zu einem Renditerückgang geführt.

- Faktoren, die einen deutlichen Anstieg der Renditen auslösen könnten, sind mittlerweile kaum noch auszumachen. Allerdings könnten Anleihen angesichts des gegenwärtig niedrigen Renditeniveaus negativ auf gute Konjunkturdaten reagieren. Deshalb rechnen wir auch in den kommenden Wochen mit einer volatilen Entwicklung. Unter dem Strich sollten die Renditen sowohl in den USA als auch im Euro-Raum leicht ansteigen.

Währungen

- In den letzten vier Wochen hat sich der US-Dollar weiter abgeschwächt und mit 1,44 USD/EUR einen historischen Tiefstand gegenüber dem Euro erreicht. Wir erwarten weiteren Druck auf den US-Dollar und einen Wechselkurs von 1,45 USD/EUR.
- Der japanische Yen ist ebenfalls in den letzten Wochen gegenüber dem US-Dollar gestiegen. Vor dem Hintergrund der gesamtwirtschaftlichen Risiken in den USA und wachsender internationaler Risikoaversion sollte der Yen gegenüber dem Greenback stark bleiben.



Tabelle 1

	BIP-Wachstum			Inflationsrate		
	2006	2007f	2008f	2006	2007f	2008f
USA	2,9	2,1	2,3	3,2	2,7	2,5
Euro-Raum	2,9	2,6	2,0	2,2	2,1	2,2
Japan	2,2	2,0	1,8	0,2	0,1	0,9
UK	2,8	3,1	2,3	2,3	2,3	2,1
Welt	4,6	4,6	4,3	2,6	2,4	2,5

Tabelle 2

Anleihen	aktuell	1 M.	12 M.
10J. Treasuries (USA)	4,37	4,40	4,90
10J. Bunds (Deutschland)	4,17	4,20	4,60
10J. JGBs (Japan)	1,60	1,65	2,00
Unternehmensanleihen	aktuell	1 M,	12 M,
Spread, IBOX Corporates Non Fin Index	85	85	80
Währungen	aktuell	1 M,	12 M,
USD/EUR	1,43	1,45	1,33
JPY/USD	114	114	110
GBP/EUR	0,70	0,70	0,69
Aktien	aktuell	1 M,	12 M,
S&P 500	1525	1533	1550
DJ EURO STOXX TML	380	382	385

Aktuelle Werte = Durchschnittswerte der letzten fünf Handelstage

Überblick

Nach einer gewissen Stabilisierung im September wurden die internationalen Finanzmärkte im Oktober durch eine neuerliche Phase der Unsicherheit belastet. Hierfür waren drei Gründe ausschlaggebend: Erstens waren die jüngsten Daten aus dem US-Wohnimmobiliensektor wieder sehr schwach, sodass die Befürchtungen, die Subprime-Krise könne fort dauern, wieder zunahm. Zweitens war die Unsicherheit hinsichtlich der künftigen US-Geldpolitik extrem hoch, da die US-Zentralbank (Fed) die Marktteilnehmer hierüber im Unklaren ließ. Beispielsweise sank die implizite Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung durch die Fed am 31. Oktober von 50 % zu Beginn des Monats auf 25 % in der Monatsmitte, um dann wieder auf gegenwärtig 70 % anzusteigen. Schließlich gingen die Gewinne des Bankensektors ziemlich deutlich zurück. Jetzt, da die Berichtssaison der S&P 500-Unternehmen für das dritte Quartal nahezu abgeschlossen ist, ist bekannt, dass die Gewinne im Finanzsektor im Vergleich zum Vorjahresquartal um 16 % gefallen sind. Noch Anfang September hatte der Markt nur mit einem Gewinnrückgang von 7 % gerechnet. Auch wenn diese Erwartung unrealistisch war, fällt der Gewinnrückgang doch überraschend hoch aus.

Erneute Unsicherheit an den Finanzmärkten im Oktober nach leichter Stabilisierung im September

Diese Faktoren haben die Entwicklung an den Finanzmärkten wesentlich beeinflusst. Vor allem die Rendite langfristiger Staatsanleihen bildete sich deutlich zurück. Beispielsweise sank die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen von 4,45 % Mitte Oktober auf gegenwärtig knapp 4,2%. Die Risikoprämie auf Unternehmensanleihen, die mit 110 Bp. von einem Höchststand Mitte September auf 81 Bp. Mitte Oktober gesunken war, liegt jetzt wieder bei 94 Bp. Im Gegensatz dazu haben sich die Aktien relativ gut entwickelt. Obwohl sie in der zweiten Oktoberhälfte

Aktuelles Umfeld hält Langfristzinsen niedrig und Aktien Gewinne moderat

teilweise wieder Kursgewinne abgegeben haben, liegen die Kurse entweder auf dem Niveau vom Vormonatsende (USA) oder leicht darüber (Euro-Raum). Im

Wesentlichen ist dies auf die Gewinnentwicklung außerhalb des Finanzsektors zurückzuführen: Das Gewinnwachstum ging zwar insgesamt zurück, betrug aber immer noch 3%, wobei die Gewinne im Technologiesektor im Vorjahresvergleich sogar um 16% zunahm.

Wir gehen davon aus, dass sich die große Unsicherheit im Hinblick auf die weitere Entwicklung der Subprime-Krise, ihre letzten Auswirkungen auf das BIP-Wachstum sowie auf die geldpolitische Antwort der Zentralbanken auch im November im Marktgeschehen widerspiegeln wird. In diesem Umfeld ist weder bei den Renditen noch bei den Aktienkursen mit einem kräftigen Anstieg zu rechnen.

Die US-Notenbank wird dabei in den nächsten vier Wochen eine entscheidende Rolle spielen. Unseres Erachtens besteht für die Fed noch Handlungsbedarf. Eine Funds Rate von 4,75 % scheint angesichts der Konjunkturrisiken nicht angemessen. Allerdings hat die Fed die Märkte über ihre Absichten im Unklaren gelassen. Nach der überraschenden Zinssenkung von 50 Bp. Ende September hat die Fed zwar auf die Unsicherheit hingewiesen, aber nicht deutlich gemacht, ob deshalb weitere Zinssenkungen folgen würden. Falls die Fed die erwartete Senkung der Leitzinsen um 25 Bp. nicht vornimmt, könnte dies an den Finanzmärkten zu neuer Unruhe führen.

Neben der Geldpolitik der Fed werden die neuen Konjunkturdaten entscheidend für den Marktverlauf sein. Für die nächsten Wochen ist zu erwarten, dass die Konjunkturdaten eher schwä-

cher ausfallen werden, da die Auswirkungen der Kreditverknappung auf die Konjunktur erst nach und nach sichtbar werden. In den USA dürfte die Beschäftigtenzahl im Oktober höchstens um 100.000 gestiegen sein, denn in den letzten Wochen hat die Anzahl von Erstanträgen auf Arbeitslosenversicherung zugenommen. Des Weiteren dürften die Indizes in der verarbeitenden Industrie ihren Abwärtstrend aus dem dritten Quartal fortsetzen. Diesbezüglich weist der gemäß erster Schätzung rückläufige Einkaufsmanager-Index (PMI) für den Euro-Raum darauf hin, dass dort die Konjunktur wohl kaum von den Finanzmarktverwerfungen unberührt bleiben wird. Gleiches gilt für Japan, wo der jüngste Rückgang des Exports in die USA den Beginn eines negativen Trends darstellen könnte.

Zwei Dinge, die zurzeit den Markt belasten, sind der starke Euro und der Anstieg der Ölpreise. Wir halten das für übertrieben. Erstens mag der Ölpreisanstieg zwar kurzfristig die Inflationsrate erhöhen, aber den Konjunkturaufschwung wird er kaum anhalten können. Schließlich ist der Ölpreisanstieg hauptsächlich auf die weltweit kräftige Nachfrage zurückzuführen, die wiederum dem Euro-Raum kräftige Zuwachsraten im Export beschert hat. Zweitens schadet der starke Euro zwar möglicherweise der internationalen Wettbewerbsfähigkeit; nützlich ist aber, dass er die Importe verbilligt. Und da sich mittlerweile 50% des Handels im Euro-Raum innerhalb des gemeinsamen Währungsraums abspielen, ist die Bedeutung des Dollar für den Export erheblich gesunken.

Aktien

Wichtige Ereignisse

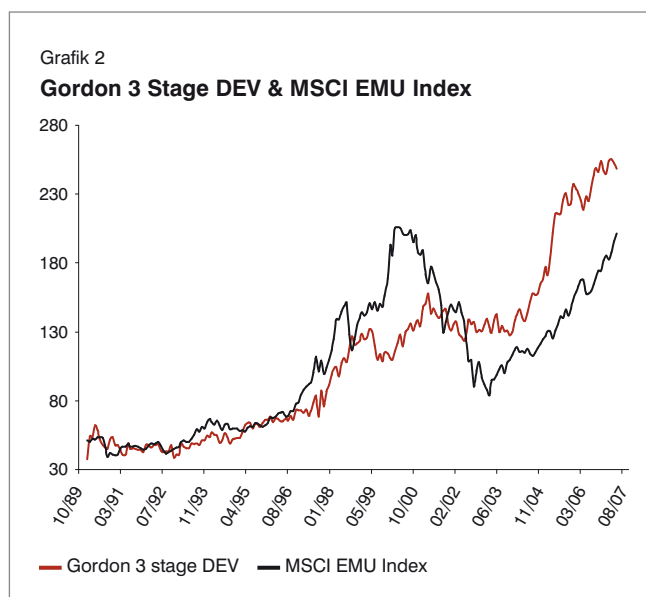
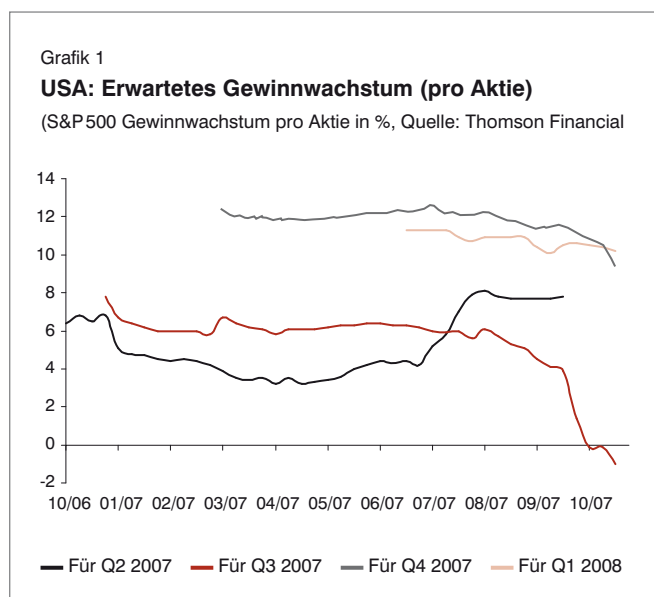
Im letzten Monat haben wir den Aktienmärkten auf kurze Sicht nur wenig zugetraut, da die Probleme an den Kreditmärkten unseres Erachtens nicht ausreichend berücksichtigt und die Value-Momentum-Indikatoren wieder in den neutralen Bereich zurückgekehrt waren. Ein Rückschlag war nötig. Er kam nach dem 10. Oktober und fiel insbesondere in den USA recht heftig aus. Danach waren die Momentum-Indikatoren wieder im überverkauften Bereich, und der Aktienmarkt war bereit für einen Kursanstieg. Mittlerweile ist unsere Einschätzung erneut zurückhaltend. Trotzdem bleibt unser mittelfristiger Ausblick positiv. Die Momentum- und Stimmungsindekatoren befinden sich im neutralen oder positiven Bereich, weshalb wir vom jetzigen Niveau aus mit einem leichten Kursanstieg rechnen. Wir empfehlen im Falle von Rückschlägen, zu kaufen.

Der US-Dollar hat 1,5% an Wert verloren, während der Ölpreis um 9 USD gestiegen ist. Die 10-jährigen Renditen sanken in Deutschland und in den USA um 15 bis 20 Basispunkte. Bei den Sektoren profitierten Energiewerte und Versorger von höheren

Rohstoffpreisen sowie Automobilhersteller und Telekommunikationswerte von Restrukturierungen und besseren Gewinnaussichten. Im Gegensatz dazu litten Pharma-, IT- und Finanztitel unter Mittelabflüssen.

Konjunkturzyklus und Aktien

Bislang deutet alles auf eine „kontrollierte Verlangsamung“ der Konjunktur hin. Dafür sind verschiedene Variablen ausschlaggebend: die Entwicklung des privaten Verbrauchs, höhere Inputkosten, die Übertragung der Kreditkrise auf andere Sektoren und der Ölpreisanstieg. Sowohl in den USA als auch in Europa sind zunehmend straffere Kreditvergabestandards festzustellen. Mittlerweile sind in den USA auch erstklassige Hypothekenkredite von Ausfällen betroffen, und die Hauspreise selbst fallen schneller, als bislang in den Konsensschätzungen angenommen. Auch die Inflationsrate steigt, was bislang scheinbar keinen ausreichenden Anlass zu einer Änderung des mittelfristig positiven Inflationsausblicks gegeben hat. Die Frühindikatoren schwächen sich ab, signalisieren jedoch weiterhin Wachstum, aber wie lange noch? Die „kontrollierte Verlangsamung“ beeinträchtigt Aktien



nicht allzusehr, aber der Weg ist holprig. Im dritten Quartal haben die Unternehmensgewinne die Erwartungen der Analysten übertroffen, aber erst nachdem diese ihre Schätzungen von +6% über ein Jahr auf -2% verringert hatten. Unsere Gewinnsschätzungen für die Jahre 2008 und 2009 liegen bereits um 15% unter der Konsensschätzung, sodass sich nach unseren langfristigen Modellen zumindest noch im nächsten Quartal positive Aussichten für den Aktienmarkt ergeben sollten.

Niedrigere Erwartungen an Gewinnwachstum

Desungeachtet dürften die Gewinnsschätzungen für das erste Quartal 2008 sowohl in den USA als auch in Europa weiter nach unten revidiert

werden. Es ist zu erwarten, dass der starke Euro, bei dem eine Trendwende kurzfristig nicht in Sicht ist, in Europa weiterhin belastend wirkt. Das Niveau des Ölpreises dürfte den Rückgang der impliziten Risikoprämie, die sich auf historisch hohem Niveau befindet, eine Zeitlang verlangsamen.

Mittelfristig positive Einflussfaktoren

Auf mittlere Sicht haben wir sechs Faktoren identifiziert, die für eine gute Wertentwicklung bei Aktien sprechen: Erstens ist das Wirtschaftswachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften weiterhin robust. Zweitens treten Sovereign Wealth Fonds verstärkt als Käufer an den westlichen Aktienmärkten auf. Eine Tendenz, die über Jahre hinweg anhalten sollte: In den Schwellenländern wächst die Nachfrage nach risikoreichen Vermögenswerten, und die frei verfügbaren Devisenreserven nehmen mit zweistelligen Wachstumsraten zu. Drittens setzen sich M&A-Aktivitäten fort. Sie dehnen sich auch langsam nach Asien und Japan aus. Allein im letzten Monat waren viele Nachrichten und Gerüchte zu Transaktionen im Finanzsektor zu hören (Northern Rock, Natixis, BPM, Commerzbank, Merrill Lynch usw.). Jede Krise kann hier ein Auslöser für eine mögliche Übernahme sein. Telekommunikationsunternehmen, IT-Unternehmen, Brauereien und Versicherer waren ebenfalls betroffen. Viertens dürften die 10-jährigen Renditen ungefähr auf ihrem gegenwärtigen Niveau verharren und deshalb keine Belastung in Bezug auf Aktienbewertungen darstellen. Fünftens sollte sich der strukturelle Reformprozess in Europa fortsetzen, obwohl die SPD, Partner in der deutschen Regierungskoalition, gerade wieder nach links gerückt ist.

Sechstens haben wir bei Gesprächen mit den Managern unserer Kreditfonds den Eindruck gewonnen, dass die Krise am Kreditmarkt langsam nachlässt: Banken finden neue Wege, um ihr Kreditengagement zu begrenzen (neue Vehikel und Hedgefonds-Finanzierungen). Dann scheint auch der Appetit auf Risiko wieder etwas gewachsen zu sein (RBS mit der Finanzierung des Cheyne-Fonds, die ABS-Emission von GMAC und die Platzierung der TXU-Kredite). Und schließlich sind die Schätzungen hinsichtlich des Volumens hochverzinslicher Schuldtitel in den Bankbilanzen von ursprünglich 340 Mrd. USD auf 250 Mrd. USD zurückgenommen worden. Die Banken werden auch wegen der Folgen einer Qualitätsverschlechterung der zugrundeliegenden Vermögenswerte (Hauspreise und Ausfallquoten) weiter Verluste ausweisen. Doch die Transparenz nimmt zu und damit auch die Chance, dass die „Kreditmaschinerie“ auf mittlere Sicht wieder ordnungsgemäß funktionieren wird.

Bewertung und Schlussfolgerungen

Die Bewertungen von US-Aktien sind attraktiv (signalisiert sowohl von Langfrist- als auch Kurzfristmodellen, weniger

dagegen von den Momentum-Indikatoren). In Europa senden Kurzfristmodelle leicht negative Signale aus, was allerdings durch die attraktivere langfristige Bewertung ausgeglichen wird. Auch eine Sektoranalyse vermittelt den Eindruck, dass die Aktienmärkte nicht mehr so teuer sind wie im Juli. Insbesondere in den Sektoren Telekommunikation, Medien und Pharma sehen wir verschiedene Kaufgelegenheiten.

Da sich die Aktienmärkte in der Nähe vorheriger Höchststände befinden, dürfte das kurzfristige Aufwärtspotenzial begrenzt sein. Angesichts der positiven Aussichten und des niedrigen Bewertungsniveaus sollten etwaige Rückschläge im Markt aber zum Kauf genutzt werden.

Japan

Sehr volatile Aktienmärkte in Japan

Der Anstieg des Topix, der nach der überraschend kräftigen Zinssenkung durch die Fed am 18. September einsetzte, hielt bis Mitte Oktober an. Dann haben schwache Gewinnmeldungen großer Banken in den USA die Sorgen über die Abschwächung des US-Marktes für Wohnimmobilien wieder verstärkt und die Kurse japanischer Aktien fallen lassen. Schwache Daten vom Wohnimmobilienmarkt in den USA verstärkten die Ängste.

Subprime-Turbulenzen und schwächere US-Konjunkturdaten

Wir erwarten ein weiterhin volatiles Umfeld. Eine weitere Zinssenkung durch die Fed und gute Wachstumszahlen für das dritte Quartal in den USA, im Euro-Raum und in Japan sollten den Aktienmarkt stützen und den Kursen Auftrieb verleihen. Die US-Zahlen zum Wohnimmobilienmarkt und zur Beschäftigung sowie der ISM-Indikator dürften allerdings schwächer ausfallen, was unter dem Strich eine Seitwärtsbewegung japanischer Aktien zur Folge haben sollte. Die Richtung am japanischen Aktienmarkt wird auch künftig im Wesentlichen von den Konjunkturvorgaben aus den USA abhängen.

Exportentwicklung hebt Stimmung

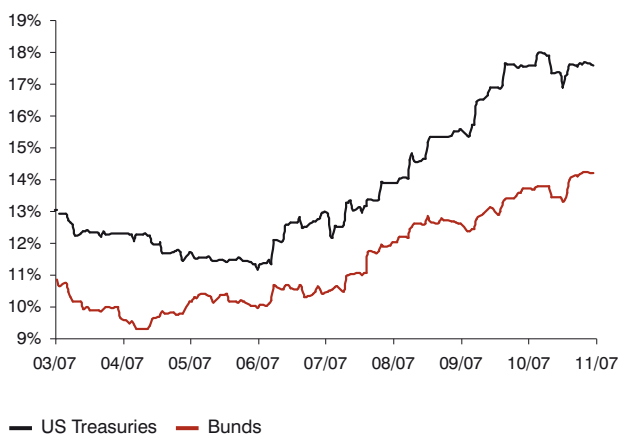
Im letzten Tankan-Bericht haben große Industrieunternehmen das gegenwärtige Geschäftsklima weiterhin als gut eingestuft. Diese positive Einschätzung deckte sich mit dem Exportanstieg der vergangenen Monate. Das dynamische Wachstum der Auslandsnachfrage könnte demnächst etwas nachlassen, da sich der Yen aufgewertet und die US-Konjunktur abgeschwächt hat. Die Anleger haben dieses sich verändernde Umfeld bereits in ihre Anlageentscheidungen einfließen lassen, erkennbar am Index exportabhängiger Maschinenbauwerte (z. B. Canon, Ricoh), der sich gemessen am Topix im Oktober den zweiten Monat in Folge unterdurchschnittlich entwickelt hat. Allerdings bewegt sich der Wechselkurs des Yen gegenüber dem US-Dollar mit 114 JPY/USD immer noch im Rahmen der von großen Industrieunternehmen in der Tankan-Umfrage geäußerten Erwartungen. Wir rechnen damit, dass er ungefähr auf dem gegenwärtigen Niveau bleibt, sodass auf kurze Sicht keine Probleme durch eine weitere Stärke zu befürchten sind.

Dagegen hat sich die Stimmung bei den kleinen und mittleren Unternehmen laut dem letzten Tankan-Bericht verschlechtert. Hierin spiegelt sich wahrscheinlich die temporäre Konjunkturfaute während der Sommermonate in Japan wider. Wir erwarten, dass sich die Stimmung künftig wieder aufhellt.

Grafik 3

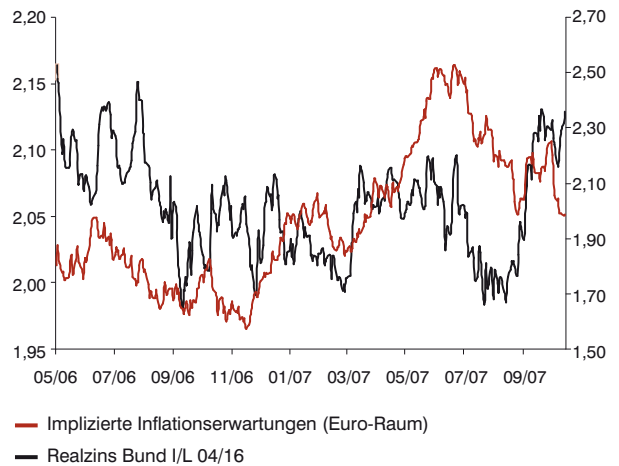
Volatilität Anleihemärkte

Annualisierte Standardabweichung über 90 Tage, 10-Jahres-Renditen



Grafik 4

Reale Renditen und Break-Even-Inflation (Euro-Raum)



Anleihen

Die aggressive Zinssenkung der Fed im September wirkte auch noch im Oktober an den Finanzmärkten nach. Weltweit stiegen die Anleiherenditen an, da zuvor in „sichere Häfen“ geflossene Finanzmittel zurückgeführt wurden und sich die Marktstimmung verbesserte. Insbesondere am kurzen Kurvenende ging es mit den Renditen nach oben, da Zinssenkungserwartungen zurückgeschraubt wurden. Im Euro-Raum wurde eine weitere Zinserhöhung durch die Europäische Zentralbank (EZB) auf 4,25% eingepreist, und eine nochmalige Zinssenkung der Fed im Oktober galt nicht mehr als sicher. Die Aufwärtsbewegung der Renditen wurde zudem durch überraschend gute US-Konjunkturdaten gestützt, die signalisierten, dass die Sorge um eine weitere Schwächung des Immobilienmarkts auf die Gesamtwirtschaft möglicherweise übertrieben war.

Anleihemärkte durch Subprime-Sorgen gestützt

Die schlechten Nachrichten aus dem US-Bankensektor und die Veröffentlichung enttäuschender Daten zum US-Wohnimmobilienmarkt lösten erneut Rezessionsängste aus, was an den Märkten für Staatsanleihen wieder zu kräftig steigenden Kursen führte. Im Euro-Raum fielen die Renditen bis in die Nähe der Tiefstände vom September zurück. Seit der letzten Ausgabe unserer Markttrends fiel die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe von 4,31% auf 4,17%. In den USA war der Renditerückgang sogar noch ausgeprägter. Während die Rendite 2-jähriger Treasuries auf den tiefsten Stand seit September

Neue Rezessions-ängste treiben Anleihemärkte

2005 sank (3,74%), fiel die Rendite 10-jähriger Notes auf 4,37% (nach zuvor 4,58%). Die Rallye an den Anleihemärkten ging mit einem sprunghaften Anstieg der Marktvolatilität einher. Nachdem die Volatilität am Anleihemarkt im Frühling weniger als 10% im Euro-Raum und weniger als 12% in den USA betragen hatte, bewegt sie sich jetzt wieder bei 14% bzw. 17%. Angesichts der Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Geldpolitik, der unverändert schlechten Nachrichten vom US-Wohnimmobilienmarkt und damit einhergehender Befürchtungen einer Rezession in den USA rechnen wir damit, dass die Volatilität auf höherem Niveau bleiben wird. Das derzeitige Niveau ist für ein

normales Marktumfeld nicht ungewöhnlich, und die Tiefstände aus dem ersten Halbjahr werden wahrscheinlich nicht wieder erreicht.

Trotz der neuerlichen Rezessionsängste und der Rallye am Anleihemarkt stabilisierten sich die Kreditmärkte während der letzten Wochen weiter. Mit Ausfallrisiken verbundene Schuldtitel litten zwar unter der erneut aufkommenden Skepsis bezüglich der US-Konjunkturaussichten, aber insgesamt fand keine Spreadausweitung statt. Dagegen hat die Anspannung an den internationalen Geldmärkten weiter nachgelassen. Die von den Marktteilnehmern für Anlagen in Geldmarktinstrumenten verlangte Risikoprämie sank. In den letzten Wochen haben die Marktturbulenzen nicht nur in den USA nachgelassen, wo bereits im September eine beginnende Stabilisierung der Märkte beobachtet werden konnte, sondern auch im Euro-Raum. Der Spread zwischen Interbankzins und der entsprechenden Staatsanleiherendite ist deutlich gesunken. Es ist zu erwarten, dass dieser günstige Trend sich fortsetzt. Allerdings dürfte die Reaktion der Kreditmärkte auf die prognostizierte Zinssenkung der Fed nicht so stark ausfallen wie im September, denn dieses Mal ist der Spielraum der Fed für Überraschungen geringer. Dennoch sollte eine Fortsetzung der geldpolitischen Lockerungsphase den Finanzmärkten helfen, die negativen Folgen des Einbruchs am US-Markt für Wohnimmobilien abzufedern.

Kein kräftiger Renditeanstieg in Sicht

Derzeit ist kein wichtiger Faktor auszumachen, der auf kurze Sicht einen nennenswerten Renditeanstieg auslösen könnte. In den kommenden Wochen rechnen wir eher mit Enttäuschungen bei den Datenveröffentlichungen, da sich die Auswirkungen der Subprime-Krise langsam bemerkbar machen dürften. Außerdem droht das hohe

Bond Rally am Ende

Ölpreisniveau das Weltwirtschaftswachstum zu belasten, was die gegenwärtigen Zweifel hinsichtlich des weiteren Konjunkturverlaufs noch verstärken könnte. Des Weiteren könnten die wachsenden geopolitischen Spannungen im Nahen Osten zwischen der Türkei und den Kurden weitere Mittelflüsse in

Richtung „sichere Häfen“ auslösen. Schließlich bietet der starke Euro den Anleihemärkten im Euro-Raum Unterstützung. Sollte sich die Dollarschwäche fortsetzen, was wir erwarten, so könnten weitere Finanzmittel in den Euro-Raum gelenkt werden und das Anstiegspotenzial der Renditen begrenzen.

Andererseits rechnen wir auch nicht damit, dass sich die Rallye am Anleihemarkt fortsetzen wird. Hauptgrund ist das erreichte Renditeniveau. Legt man die aktuelle Inflationsrate zugrunde, so befindet sich die reale Rendite der 10-jährigen Treasuries derzeit bei 1,6%. Da die Inflationsrate in den kommenden Monaten weiter ansteigen wird, würde ein weiterer Rückgang der

Nominalrenditen die reale US-Rendite auf 1% sinken lassen. Die Inflationserwartungen sind aufgrund der gelockerten Geldpolitik und der kräftig steigenden Rohstoffpreise bereits deutlich in die Höhe gegangen. Das spricht gegen fallende Renditen. Schließlich ist die Konjunktur zumindest im Euro-Raum robust und wird voraussichtlich über das gesamte Jahr 2008 solide bleiben. Deshalb ist der Renditerückgang in den vergangenen Wochen zu kräftig ausgefallen. Auf Sicht eines Monats erwarten wir ein Renditeniveau von 4,2% für 10-jährige Bundesanleihen und von 4,4% für 10-jährige Treasuries. In unserem Basisszenario gehen wir auf mittlere Sicht bei allen Laufzeiten von weiter leicht steigenden Renditen aus.

Währungen

Der Druck auf den US-Dollar setzte sich entgegen unseren Erwartungen im vergangenen Monat fort. Drei Gründe waren hierfür ausschlaggebend: Erstens waren die Daten zum US-Wohnimmobilienmarkt noch schlechter als ohnehin schon erwartet. Zweitens hat dies Erwartungen im Markt hervorgerufen, dass die Fed ihren Leitzins im Oktober noch einmal senken wird; vier Wochen zuvor hatte das Basisszenario des Marktes

US-Dollar erreicht Rekordtief zum Euro

noch anders ausgesehen. Dagegen wird weitgehend erwartet, dass die EZB die Leitzinsen im Oktober unverändert belassen wird. Das Risiko besteht nun aber darin, dass die Fed im Oktober die Zinsen nicht senken wird.

Selbst dann jedoch sollte eine auf bestehende Konjunkturrisiken verweisende Erklärung künftige Zinssenkungen andeuten, was den Druck auf den US-Dollar aufrechterhalten würde. Drittens hat die gegenwärtige Dollarschwäche in der Erklärung zum G7-Treffen überraschenderweise keine Rolle gespielt. Das Fehlen einer expliziten Warnung im Hinblick auf die US-Dollarschwäche hat den Wertverlust noch verstärkt. Aufgrund dieser Faktoren ist die US-Währung auf ein neues Rekordtief von 1,44 USD/EUR gefallen. Auf Sicht von einem Monat lassen sich kaum Faktoren ausmachen, die den Greenback stützen könnten. Wir gehen zwar davon aus, dass die Zahlen zum US-Wirtschaftswachstum

im dritten Quartal gut ausfallen werden, doch wird sich der Markt nur wenig für diese rückwärtsgewandten Daten interessieren, und bei den anstehenden Konjunkturdaten halten wir Enttäuschungen für möglich. Die Daten für den Euro-Raum dürften dagegen auf eine robuste Inlandsnachfrage schließen lassen. Unter dem Strich rechnen wir für Ende November mit einem Euro-Dollar-Wechselkurs von 1,45 USD/EUR.

Auch der Yen gewinnt gegenüber dem US-Dollar

Vor dem Hintergrund einer künftig schwächeren US-Konjunktur und mit dem Ausblick auf weiter sinkende US-Leitzinsen wird die Luft für Carry-Trades, zum Beispiel zwischen Japan und den USA, zunehmend dünner. In dem Umfeld eines schwachen und noch schwächer werdenden US-Dollars hat die Risikoaversion der Anleger stetig zugenommen. Daher haben sie wahrscheinlich einen Teil ihrer Finanzmittel in Währungen verlagert, die mit Sicherheit unterbewertet sind, wie zum Beispiel der japanische Yen. Des Weiteren weist die jüngste G7-Erklärung auf eine wachsende Ungeduld im Hinblick auf die nur allmähliche Aufwertung der chinesischen Währung hin. Dies sollte ebenfalls einen stärkeren Yen begünstigen. Angesichts einer anhaltend gut laufenden Konjunktur in Japan sollte sich der Yen in den kommenden vier Wochen weiterhin auf dem Niveau von 114 JPY/USD bewegen.

Grafik 5
OECD Frühindikator

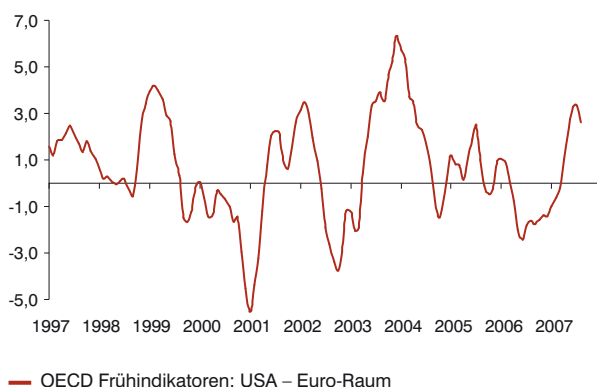


Tabelle 3

Währungs-Relation	aktuell 31/10/2007	Veränderungen 2006	Veränderungen 2005	Veränderungen 2004
USD/EUR	1,44	11,5%	-12,7%	14,9%
JPY/USD	115	0,9%	15,1%	7,3%
JPY/EUR	166	12,5%	0,5%	23,2%
USD/GBP	2,07	13,8%	-10,3%	16,1%
GBP/EUR	0,70	-2,0%	-2,7%	-1,1%
CHF/EUR	1,67	3,4%	0,8%	7,3%

Tabelle 4

Entwicklung der Renten, Wechselkurse und Rohstoffe

	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE* 2006
Stand:	31. 10. 2007				
3-Monats-Geldmarktsatz					
USA	4,89	5,23	5,36	5,37	5,36
EUR	4,60	4,79	4,26	3,57	3,72
JPN	0,90	1,03	0,78	0,44	0,57
UK	6,28	6,30	6,04	5,19	5,32
SWI	2,75	2,79	2,71	1,86	2,10
Renten					
2J. Treasuries	3,93	3,96	4,55	4,71	4,82
10J. Treasuries	4,47	4,58	4,77	4,61	4,71
2J. Bunds	4,05	4,02	4,29	3,68	3,89
10J. Bunds	4,24	4,32	4,35	3,74	3,95
2J. JGBs	0,78	0,86	0,98	0,73	0,80
10J. JGBs	1,61	1,68	1,80	1,71	1,68
2J. Gilts	5,15	5,03	5,53	5,01	5,15
10J. Gilts	4,92	5,00	5,20	4,51	4,73
2J. Bonds SWI	2,47	2,48	2,77	2,07	2,47
10J. Bonds SWI	2,92	2,98	3,04	2,40	2,46
10J. Swap Spreads					
USA	64	62	74	53	48
EUR	43	38	36	22	24
Euro Unternehmensanleihen Spreads					
JPM Credit Industrials	96	100	87	76	70
Emerging-Markets-Anleihen Spreads					
EMBI Latein Amerika	210	227	240	204	180
EMBI Asien	167	178	197	160	128
Euro EMBI Europa	58	59	61	51	47
Währungen					
USD/EUR	1,45	1,43	1,37	1,28	1,32
JPY/USD	115	115	118	117	119
GBP/EUR	0,70	0,70	0,67	0,67	0,67
CHF/EUR	1,68	1,66	1,65	1,59	1,61
Rohstoffe					
Gold \$/Oz	791	744	665	605	635
Crude Oil Brent \$/Barrel	90	81	77	56	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. 10. 2007				
Welt					
MSCI World	1195	2,1%	4,7%	12,4%	8,6%
USA					
S&P 500	1549	1,5%	6,5%	12,4%	9,2%
Dow Jones	13930	0,2%	5,4%	15,3%	11,8%
Nasdaq	2859	5,8%	12,3%	20,8%	18,4%
Europa					
DJ Euro Stoxx TMI Large	387	3,0%	4,2%	14,1%	10,0%
DJ Euro Stoxx 50	4490	2,5%	4,0%	12,1%	9,0%
MSCI EMU	253	3,0%	3,7%	14,3%	9,7%
DJ Stoxx 600	388	2,8%	2,2%	9,9%	6,3%
DJ Stoxx 50	3885	1,7%	2,4%	5,9%	5,1%
MSCI Europe	1615	2,8%	3,7%	11,9%	8,2%
CAC40	5848	2,3%	1,7%	9,3%	5,5%
DAX30	8019	2,0%	5,7%	27,9%	21,6%
MIB30	40973	1,5%	1,0%	3,4%	-1,4%
FTSE100	6722	3,9%	5,7%	9,7%	8,0%
SMI	9020	1,0%	1,5%	5,2%	2,7%
Japan					
Topix	1620	0,2%	-5,0%	0,2%	-3,6%
Asien ex Japan					
MSCI AC Asia ex Jp	750	9,6%	19,8%	62,2%	46,5%

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. 10. 2007				
Grundstoffe	283	1,5%	7,1%	35,3%	29,6%
Energie	192	3,4%	4,0%	11,4%	10,7%
Öl & Gas	189	3,5%	4,0%	10,8%	10,5%
Industriegüter	197	4,3%	0,9%	25,1%	15,8%
Gebrauchsgüter	117	5,1%	3,7%	18,5%	13,5%
Automobile	146	14,2%	20,7%	77,5%	68,3%
Medien	85	1,5%	-2,6%	2,0%	1,3%
Handel	130	6,1%	3,7%	6,4%	3,5%
Verbrauchsgüter	151	3,4%	8,1%	21,3%	16,6%
Nahrungsmittel/Kosmetik Einzelhandel	106	3,5%	7,4%	21,3%	19,6%
Nahrungsmittelproduktion	139	3,6%	7,9%	17,8%	13,5%
Haushaltswaren	264	-2,9%	0,5%	16,3%	12,7%
Gesundheit	103	-2,4%	-3,1%	-9,5%	-7,1%
Pharma	97	-3,1%	-3,6%	-11,5%	-8,6%
Telekommunikation	95	7,9%	19,9%	26,8%	21,0%
Versorger	185	5,2%	12,6%	24,8%	16,2%
Finanzen	126	2,0%	-1,3%	-1,7%	-4,6%
Bank	149	2,4%	-2,7%	-2,6%	-4,2%
Finanzdienstleister	122	4,2%	2,0%	-1,2%	-1,2%
Versicherungen	73,1	1,2%	4,1%	6,3%	0,9%
Informationstechnologie	83	-4,3%	2,2%	12,8%	8,9%
IT-Services	19,3	4,2%	-3,3%	-2,3%	-9,5%
Software	88,8	-5,0%	-2,6%	0,6%	-3,2%
Kommunikationsausrüstung	104,1	-5,5%	6,7%	21,1%	19,1%
Computer und Peripheriegeräte	70,5	16,8%	15,8%	23,5%	14,6%
Halbleitersausrüstung	134,9	-3,1%	-4,6%	7,9%	0,9%

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

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.generalinvest.com

Aktien Japan: **Dr. Markus Irrgartinger**

Tel.: + 49 221/1636-349

E-Mail: markus.irrgartinger@geninvest.de

Renten: **Dr. Florian Späte**

Tel.: + 49 221/1636-367

E-Mail: florian.spaeete@geninvest.de

Währungen: **Dr. Martin Wolburg**

Tel.: + 49 221/1636-346

E-Mail: martin.wolburg@geninvest.de

Impressum**Leiter Research:**

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

Team:

Dott. Fabrizio Barbini (Tel.: +39 040/671-386)

Dott. Marco Giovannini (Tel.: +39 040/671-549)

Dr. Thomas Hempell (Tel.: +49 221/1636-341)

Dr. Markus Irrgartinger (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, CIIA (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:

Dr. Markus Irrgartinger (Tel.: +49 221/1636-349)

Herausgeber:

Generalinvestments Research Department

Köln, Deutschland · Triest, Italien

Gereonswall 68, D-50670 Köln

Redaktionsschluss:

31. Oktober 2007

Quellen der Grafiken und Tabellen:

Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen.

Generalinvestments, Köln/Triest 2007 · Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind von Generalinvestments sorgfältig recherchiert und überprüft worden. Dennoch übernimmt Generalinvestments keine Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen.

**Generalinvestments Deutschland
Kapitalanlagegesellschaft mbH**

Gereonswall 68

D-50670 Köln

Tel.: +49 221/1636 1636

E-Mail: service@geninvest.de