

# Markttrends

## Zusammenfassung

### Überblick

- Nach den massiven Turbulenzen Mitte März zeichnete sich in den letzten Wochen wieder Erholung an den Finanzmärkten ab. Angetrieben wurde diese Entwicklung vor allem durch die wachsende Überzeugung, dass unkonventionelle zinspolitische Maßnahmen und Kapitalbeschaffung das systemische Finanzrisiko verringert haben.
- Auch nach unserer Einschätzung ist die unmittelbare Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems vorerst gebannt. Dabei sollte man allerdings nicht vergessen, dass die wirtschaftlichen Folgen der Kreditkrise noch nicht ausgestanden sind.
- Aus unserer Sicht haben die Märkte vorschnell reagiert. Auch wenn zurzeit nichts auf ein neuerliches Aufflammen der Turbulenzen hindeutet, empfiehlt es sich, die aktuelle Verschnaufpause für den weiteren Abbau von Positionen bei Risikowerten zu nutzen.

### Aktien

- Die Aktienmärkte legten im April wieder kräftig zu, als die mit der Kreditkrise verbundenen systemischen Risiken deutlich zurückgingen. Die Banken konnten wieder mit positiven Meldungen aufwarten. Auf Anraten staatlicher Stellen und des IWF hatte man hier auf vollständige Offenlegung der „aktuellen“ Verluste gesetzt.
- Zusammen mit dem Kursverlauf hat der Anstieg der Renditen im Zehnjahreslaufzeitband dazu geführt, dass Aktien im Hinblick auf ihre Bewertung jetzt weniger attraktiv sind, auch wenn die Renditestrukturkurve in den kürzesten Laufzeitbändern immer noch Aktien begünstigt.
- Bisher sind konjunkturelle Abkühlung und ernste Finanzkrise noch nicht auf die Realwirtschaft durchgeschlagen. Diese Faktoren müssen von der Anlegerschaft erst noch eingepreist werden. Entsprechend unseren im März angestellten taktischen Überlegungen rechnen wir im nächsten Monat mit schwachen Renditen.

### Anleihen

- Bis Mitte April tendierten die Renditen von Staatsanleihen seitwärts. Seitdem hat sich indes eine optimistischere



Haltung durchgesetzt, und die Renditen sind weltweit gestiegen. Die hohe Headline-Inflation infolge explodierender Rohstoffpreise hat ebenfalls zum Renditeanstieg beigetragen.

- Angesichts steigender Aktienkurse und sich stabilisierender Kreditmärkte verflachten die Renditekurven wieder, da sich die Erwartungen an den geldpolitischen Kurs der Zentralbanken deutlich geändert haben.
- Wir betrachten den gegenwärtigen Sweet Spot als vorübergehende Erscheinung. Es drohen weitere Negativmeldungen aus der Wirtschaft, der US-Wohnimmobilienmarkt befindet sich weiterhin im freien Fall, und die Inflationsraten haben ihren höchsten Stand wohl bereits hinter sich. Insofern erwarten wir, dass die Renditen im Monatsverlauf wieder sinken. Die Tiefstände von Mitte März sollten sich jedoch bis auf Weiteres nicht wiederholen.

### Währungen

- Nachdem der Euro untertätig auf einen Devisenkurs von 1,60 gegenüber dem US-Dollar geklettert war, hat der Greenback wohl seinen niedrigsten Stand im Zyklus erreicht. Wir erwarten daher innerhalb eines Monats die Rückkehr zu einem Wechselkursverhältnis von 1,56 USD/EUR.
- Der Abwärtstrend des Yen macht kurzfristig eine technische Reaktion wahrscheinlich.



**GENERALI**  
Investments

Tabelle 1

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

Tabelle 2

Anleihen	aktuell	1M.	12M.
10 J. Treasuries (USA)	3,80	3,60	4,30
10 J. Bunds (Deutschland)	4,17	4,00	4,40
10 J. JGBs (Japan)	1,51	1,40	1,80
Unternehmensanleihen	aktuell	1M.	12M.
IBOXX Corporates Non Fin Index	145	145	90
Währungen	aktuell	1M.	12M.
USD/EUR	1,58	1,56	1,40
JPY/USD	104	102	112
GBP/EUR	0,79	0,81	0,77
Aktien	aktuell	1M.	12M.
S&P 500	1388	1375	1430
DJ EURO STOXX TML	323	320	340

Aktuelle Werte = Durchschnittswerte der letzten fünf Handelstage

## Überblick

Seit dem Bear-Stearns-Debakel Mitte März haben die Märkte wieder einiges an Boden wettgemacht. So hat der S&P 500 seit seinem tiefsten Stand in diesem Jahr bereits um 9 % zugelegt. In der Eurozone stieg der DJ Euro STOXX TMI Large sogar um 10 %. Auch bei den Renditen langfristiger Staatsanleihen ging es wieder kräftig aufwärts. Die Renditen 10-jähriger US-Schatzanleihen zogen um 50 Bp. an und lagen gegen Ende des Monats bei 3,8 %. Zehnjährige Bundesanleihen legten um 45 Bp. zu und schlossen den Monat bei knapp 4,2 %. Das entspricht dem Niveau von Ende 2007.

Die Erholung wurde von den unorthodoxen Maßnahmen ausgelöst, die die US-amerikanische Notenbank Federal Reserve im März ergriffen hatte (Schaffung von Kreditfazilitäten für Investmentbanken, Finanzierungspaket für Bear Stearns). Gleichzeitig gelang es angeschlagenen Banken wie der UBS, in beträchtlichem Umfang neues Kapital aufzunehmen und dadurch den Druck auf ihre Eigenkapitalquoten zu lindern.

Wenn damit auch die unmittelbare Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems vorerst abgewendet ist, darf man nicht die Risiken aus den Augen verlieren, die mit der nachlassenden konjunkturellen Dynamik einhergehen. In den USA hat die Rezession gerade erst eingesetzt. In den kommenden Monaten ist daher mit weiteren schwachen Wirtschaftsdaten zu rechnen. Dies gilt insbesondere für den Arbeitsmarkt, wo die Beschäftigungszahlen in den nächsten Monaten sinken werden. Überdies dürfte die Rezession auch bald globale Kreise ziehen. In

### Unmittelbare Gefahr für Stabilität des Finanzsystems ging im April zurück

der Eurozone entwickelten sich zahlreiche Schlüsselindikatoren im ersten Quartal 2008 überraschend positiv. Das dürfte sich allerdings demnächst ändern. Ein Vorbote dieser Entwicklung ist der Rückgang des deutschen ifo-Geschäftsklima-Index, der im April unerwartet stark fiel.

Ein verlangsamtes Wirtschaftswachstum wird auch das Gewinnwachstum schmälern. Bislang haben die Gewinne von Unternehmen außerhalb des Finanzsektors den Turbulenzen recht gut standgehalten. Dies wird sich indes ändern, wenn die US-Binnennachfrage erwartungsgemäß einbricht. Über die Hälfte der im S&P 500 vertretenen Unternehmen haben bereits ihre Ergebnisse für das erste Quartal 2008 vorgelegt. Es hat daher den Anschein, dass die Gewinne von Unternehmen außerhalb des Finanzsektors in Q1 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 10 % und damit stärker als erwartet gestiegen sind. In Q4 2007 hatten sie noch um 15 % zugelegt. Vor diesem Hintergrund verhalten sich Unternehmen generell abwartend, was die weiteren Aussichten betrifft. GE und Nokia sind aktuelle Beispiele für Unternehmen, die verdeutlichen, dass das gegenwärtige

### Druck auf Kurse hält aufgrund der wirtschaftlichen Folgen der Kreditkrise an

Umfeld ein kräftiges Ertragswachstum nicht mehr begünstigt. Auch die Rohstoffpreise, die trotz der sich anbahnenden Rezession in der größten Volkswirtschaft der Welt stetig steigen, belasten die Ertragsentwicklung. Die von Consensus ermittelten Ertragserwartungen für den S&P 500 liegen bei rund 12 % für 2008 und 17 % für 2009. Das ist nach unserer Einschätzung allerdings zu hoch gesteckt. Schwache Wirtschaftsdaten und enttäuschende Gewinne sind vielmehr Faktoren, die das Ende der gegenwärtigen Bärenmarkt-Rally bedeuten könnten.

Letzten Monat hatten wir die Ausweitung des Engagements bei risikoreichen Assets empfohlen. Angesichts steigender Aktienkurse, engerer Spreads und sich erholender Anleiherenditen hat sich diese Empfehlung als richtig erwiesen. Diesmal raten wir wiederum zu einer vorsichtigeren Herangehensweise. Die gegenwärtige Erholungsphase sollte zu einem erneuten Zurückfahren des Engagements in Risikowerten genutzt werden.

Frühere Finanzkrisen haben im Durchschnitt drei Jahre gedauert. Die gegenwärtige Krise, bei der es sich laut Greenspan um die stärkste seit Kriegsende handelt, ist erst ein knappes Jahr alt. Für eine Entwarnung wäre es daher zu früh. Aus Erfahrung wissen wir aber, dass es auch an Bärenmärkten zu längeren Erleichterungsrallys kommen kann. Unsere Einschätzung, dass die gegenwärtige Rally wahrscheinlich bald zu Ende geht, könnte sich aus zweierlei Gründen ändern: Erstens könnte sich die Stimmung unter den Verbrauchern in den USA angesichts

der momentan abgewickelten Einkommensteuerrückzahlungen deutlich heben. Zweitens sind wir davon überzeugt, dass die Weltwirtschaft von einer Rezession in den USA nicht unberührt bleiben wird. Da die zeitliche Verzögerung, mit der sich eine konjunkturelle Abkühlung auch in anderen Volkswirtschaften durchsetzt, jedoch nicht einheitlich verläuft, könnte es durchaus noch eine Weile dauern, bis sich die Verlangsamung in der übrigen Welt bemerkbar macht.

## Aktien

### Aktienrenditen

Endlich haben sich unsere positiven Erwartungen erfüllt: Das systemische Risiko ist gesunken. An den Märkten ging es wieder aufwärts, und zwar kräftig. Am besten schnitten der japanische Markt und die Emerging Markets ab. Indien und China legten um 10 % bzw. 15 % zu.

### Sektoren und Einzeltitel

Unter den europäischen Branchen schnitten Grundstoffe (+11 %) und Erdöl (+13 %) am besten ab, während der gehobene Konsumgüterbereich, Nahrungsmittel und diversifizierte Finanzdienstleistungen hinter den Erwartungen zurückblieben.

### Kräftige Erholung an den Aktienmärkten

Die schwächsten Titel fallen in drei Kategorien. Daimler, Nokia, Roche und Nestlé gaben aufgrund enttäuschender Erträge nach. Aufgrund ihrer Perspektiven und ihres

Bewertungsprofils sehen wir indes langfristig keine größeren Probleme bei diesen Aktien. Die Titel, die in diesem Monat am besten abgeschnitten haben, weisen eine stärkere Risikoorientierung auf, da sie entweder auf eine günstige Entwicklung von Kreditrisiko und Abwärtszyklus (bei Banken) abstellen oder auf den Preistrend bei Rohstoffen. Dieser Sektor hat im vergangenen Monat um durchschnittlich 11 % zugelegt, im Erdölsegment sogar um 14 %.

### Zinskurven und Credit Spread

Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit gerieten unter Druck, als die Renditen von Bundesschatzbriefen und US Treasuries um 30 bzw. 45 Bp. stiegen. Dies liegt vor allem an den Inflationsrisiken und dem Umstieg auf Aktien und Unternehmensanleihen. Auf kurze Sicht ist die sich verflachende Zinskurve für Aktien günstig.

### Langfristige Positivfaktoren

Die Risikoprämien im historischen Vergleich sind immer noch sehr hoch. Die Wirtschaft hat bisher äußerst flexibel auf den Globalisierungsprozess – und neuerdings die Kreditkrise – reagiert. Eine Fortsetzung der M&A-Aktivitäten in zahlreichen Branchen in den USA und Europa ist wahrscheinlich. In Asien und vor allem Japan dürfte es sich dabei um ein bedeutsames, auf lange Sicht angelegtes Phänomen handeln.

Ferner scheinen sowohl in Europa als auch Asien staatliche Strukturreformen auf der Tagesordnung zu stehen. Überdies ist

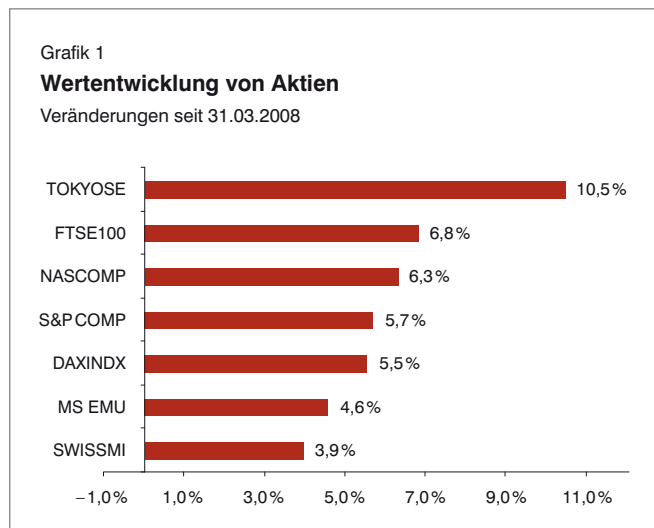
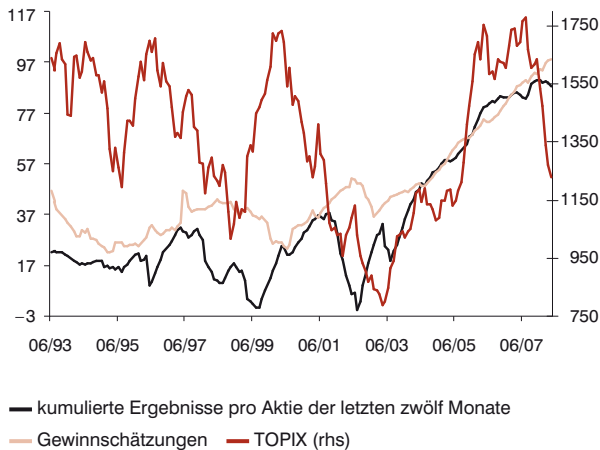


Tabelle 3

### Consensus Gewinnerwartungen Jahresvergleich in %

28/04/2008	2008/07	2009/08	2010/09
MSCI USA Automobiles	-20,7 %	198,5 %	43,8 %
MSCI USA Banks IG	8,3 %	54,9 %	28,2 %
MSCI USA Cap Gds	8,9 %	13,6 %	11,3 %
MSCI USA Div Fin IG	16,7 %	38,8 %	18,0 %
MSCI USA Energy IG	19,0 %	6,9 %	7,7 %
MSCI USA Fd/Bev/Tob	-8,6 %	10,3 %	10,6 %
MSCI USA Materials IG	15,8 %	10,5 %	7,2 %
MSCI USA Media IG	21,7 %	18,9 %	17,8 %
MSCI USA Pharm/Biotec	8,0 %	10,5 %	9,4 %
MSCI USA Real Estate IG	-9,4 %	14,4 %	-4,9 %
MSCI USA Retailing	-4,6 %	14,1 %	15,5 %
MSCI USA Software	18,7 %	15,4 %	10,3 %
MSCI USA T/Cm Svs IG	6,6 %	12,4 %	10,5 %
MSCI USA Tch H/W/Eq	19,5 %	14,7 %	14,3 %
MSCI USA Utilities IG	6,8 %	10,9 %	10,2 %
S&P 500 INDEX	11,6 %	17,1 %	12,8 %

Grafik 2  
Gewinne versus Topix



es den Schwellenländern gelungen, ihre haushaltspolitischen Ungleichgewichte weitgehend abzubauen; insgesamt sind diese Volkswirtschaften von hohem BIP-Wachstum geprägt. Das führt wiederum zu kräftigem Gewinnwachstum, ein positiver Faktor für US-amerikanische und europäische Aktien.

#### Kurzfristige Risiken

Bei den kurzfristigen Risiken könnte sich jetzt endlich Erleichterung abzeichnen. Nach einer relativ starken Phase könnten Aktien jetzt aus verschiedenen Gründen zunehmend empfindlich reagieren. Zunächst einmal befinden wir uns derzeit inmitten der Dividendensaison. Sobald diese vorbei ist, wird auch der „Lockruf des Bären“ allmählich verhallen. Weiterhin ist es infolge höherer Zinsen für Laufzeiten von zehn Jahren zu einer deutlichen Korrektur der Risikoprämien gekommen, die sich allerdings auf lange Sicht auf ausgesprochen attraktivem Niveau einpendeln sollten. Das Preismomentum bei Erdöl ist nach wie vor sehr hoch. Mit einer weiteren Reduzierung der implizierten Risikoprämien ist daher kurzfristig nicht zu rechnen.

Der europäische Bankensektor zog in nur 45 Tagen um 16 % an und stieg um nahezu 5 % gegenüber dem breiter angelegten Index. Die Marktliquidität von Kreditinstrumenten scheint sich auch deutlich gebessert zu haben. Das ist allerdings nur eine

#### Gewinnerwartungen immer noch zu hoch

Seite der Medaille. Die Zuversicht der US-amerikanischen Verbraucher ist angeschlagen, die Häuserpreise befinden sich weiter im freien Fall und die Kreditqualität könnte sich noch um einiges verschlechtern. Notleidende Kredite werden zunehmen und die Erträge im Investment Banking dürften über viele Quartale hinweg gedämpft bleiben. Und schließlich muss man den Folgen, die die Verlangsamung der Weltkonjunktur für die europäische Wirtschaft und ihr Ertragswachstum hat, in vollem Umfang Rechnung tragen. Hier gelangen wir zum Schluss, dass die Folgen für die Realwirtschaft von den Anlegern bisher noch nicht vollumfänglich eingepreist wurden.

Die Prognosen des Ertragswachstums in den USA für 2008 wurden innerhalb eines Monats um drei Prozentpunkte nach unten korrigiert (auf 11,6 %). Dies wurde indes von Analysten

zum Anlass genommen, um die Wachstumsprognosen für 2009 von 15,3 % auf 17,1 % zu erhöhen. Das Gewinnwachstum der Banken fiel von 31 % vor einem Monat auf nunmehr 8,3 %. Gleichzeitig wurden die Prognosen für 2009 von 40,6 % auf 54,9 % nach oben korrigiert.

#### Rückgang auf das Niveau vor März unwahrscheinlich

Schaut man sich die KGVs einmal genauer an, so stellt man fest, dass US-amerikanische Banken einem besonderen Risiko ausgesetzt sind, denn sie werden mit einem Bewertungsabschlag von nur 4 % gegenüber dem Markt gehandelt. In der Vergangenheit betrug ihr Abschlag sage und schreibe 32 %! Investoren scheinen also darauf zu bauen, dass Banken stärker als der Markt wachsen werden. In Anbetracht des aktuellen Umfelds erscheint dies unrealistisch.

Vor diesem Hintergrund betrachten wir die vergangenen Tiefstände des Marktes als Levels, die implizit einen Großteil der Negativmeldungen und eine angemessene Ertragsreduktion vorweggenommen haben. Daher ist es unwahrscheinlich, dass die Märkte in den kommenden Monaten unter dieses Niveau fallen.

## Aktien – Japan

#### Japanische Aktien Renditesieger im April

Seit dem 17. März haben japanische Aktien um 19,4 % zugelegt (auf Basis der Landeswährung). Damit hat der japanische Aktienmarkt in den letzten vier Wochen am besten abgeschnitten. Die Abschreibungswelle bei Finanzinstituten ist allerdings noch nicht vorüber, und schwache Konjunkturdaten in den USA lösen Ängste vor einer Rezession der US-amerikanischen Wirtschaft und einer drastischen Abkühlung der globalen Konjunktur aus. Die Entwicklung des Yen ist indes ungünstig für japanische Aktien. Ein fortgesetzter Boom am japanischen Aktienmarkt ist daher eher unwahrscheinlich.

Diese Sicht wird von den Ergebnissen der japanischen Berichtssaison noch untermauert. Die negativen Ertragsüberraschungen haben jetzt ein Niveau von rund 60 % erreicht, während das Gewinnwachstum auf nur 2,6 % kam. Das Nachlassen der Gewinndynamik ist vor allem auf drei Faktoren zurückzuführen: sinkende Exportpreise, steigende Rohstoff- und Energiepreise sowie der Höhenflug des Yen. Während sich bei den Trailing Earnings (kumulierte Ergebnisse pro Aktie der letzten zwölf Monate, d. h. historische KGVs) bereits eine Verschlechterung abzeichnet, hat sich bei den Forward Earnings (Gewinnschätzungen) noch keine Trendwende eingestellt. Wir erwarten daher Abwärtskorrekturen bei den Ertragserwartungen und somit zusätzlichen Druck auf die Aktienmärkte. Positiv ist zu vermerken, dass zahlreiche Unternehmen ihre Dividendenpolitik dahingehend geändert haben, dass jetzt eine feste Ausschüttungsquote zur Anwendung kommt. Aufgrund der höheren Gewinneinbehaltsquote steigen auch Cashflow (minus Restbuchwert abgegangener Anlagen) und Investitionsquote. Zudem sind Anleihen stärker von der steigenden Kerninflationsrate betroffen als Aktien (der Verbraucherpreisindex lag im März 1,2 % über dem Vorjahresvergleichszeitraum). Hier empfiehlt sich eine Liquiditätsumschichtung zugunsten von Aktien.

Die jüngste Kurskorrektur um fast 20 % erscheint uns übertrieben. Wir rechnen daher mit einer Rückbesinnung auf die Rah-

mendaten am japanischen Aktienmarkt. Die Korrelationsanalyse zwischen der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen und der Index-Performance des Topix ergibt, dass der S&P 500 den TOPIX in Phasen rückläufiger Renditen tendenziell übertrifft.

Wir erwarten in der Tat einen Rückgang um 20 Bp. Vor diesem Hintergrund bleiben wir bei unserer Empfehlung, japanische Aktien leerzuerkaufen.

## Anleihen

Der Mitte März begonnene Stabilisierungsprozess hielt auch im April an. Vor dem Hintergrund engerer Credit Spreads und höher tendierender Aktienmärkte legten die Anleiherenditen erheblich zu. Dieser Trend fand weltweit statt. Alle wichtigen Anleihemärkte der Welt durchliefen zeitgleich dieselbe Entwicklung. So erreichte die Benchmark-Rendite zehnjähriger Anleihen in Japan den höchsten Stand seit Herbst 2007, während ihre Schweizer Pendanten sogar auf den höchsten Stand seit dem Sommer 2007

### Kursrutsch an den internationalen Rentenmärkten im April

kletterten. Neben dem Stimmungsaufschwung trugen auch die gestiegenen Inflationserwartungen zu dieser Entwicklung bei. Der Ölpreis auf historischem Höchststand und ein noch vor wenigen Monaten

undenkbarer Preisanstieg bei landwirtschaftlichen Produkten schüren jetzt wieder Inflationsängste. Das erneute Aufflammen der Inflationsorgen belastet vor allem kurz laufende Anleihen. Entsprechend verflachten sich die Zinsstrukturkurven. Marktteilnehmer schrecken zunehmend vor Anlageentscheidungen zurück, die auf eine weitere Lockerung der Zinsschraube bauen, denn die geldpolitisch Verantwortlichen haben bereits ihren Willen zur Inflationsbekämpfung signalisiert.

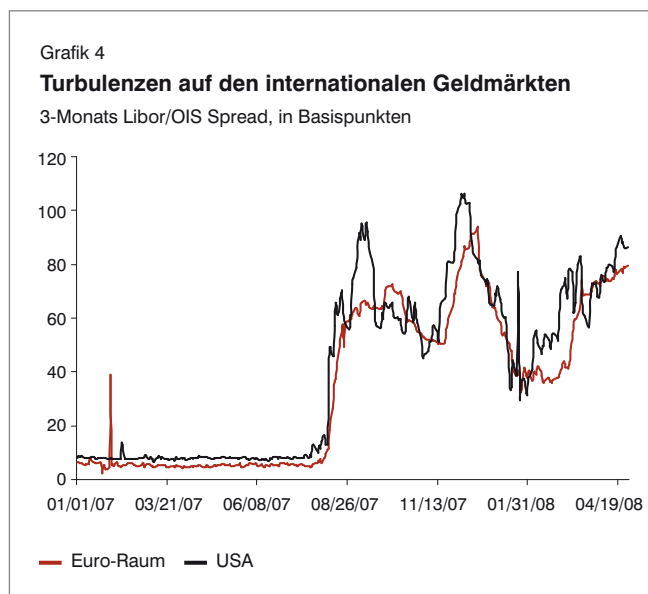
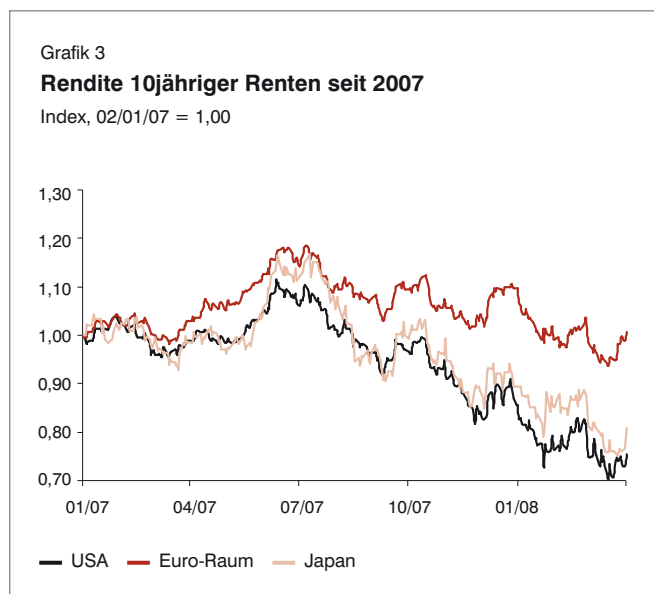
### Fed-Maßnahmen lösten Erleichterungsrally an den Kreditmärkten aus

Das mit Unterstützung der Fed geschnürte Rettungspaket für Bear Stearns markierte nicht nur den Wendepunkt für die Staatsanleihemärkte, sondern war auch der Auslöser für eine Rally an den Kreditmärkten. Seitdem ist hier in verschiedenen Segmenten eine deutliche Verbesserung eingetreten: Die Spreads erreichen nunmehr wieder das Niveau vom letzten

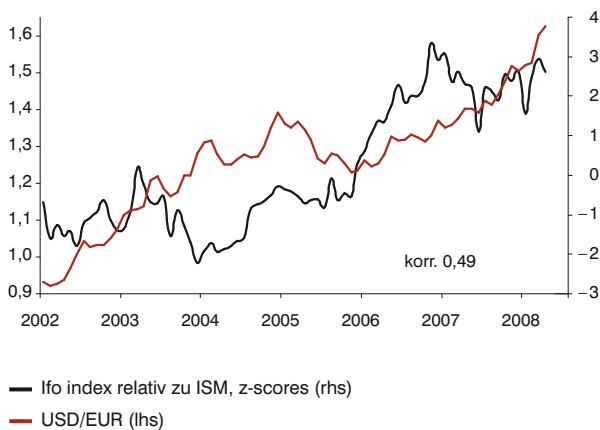
Januar. Dank der von den Zentralbanken demonstrierten Bereitschaft, weitere Bankenzusammenbrüche ggf. mit unkonventionellen Maßnahmen abzuwenden, konnten Bonitätsbedenken bereits zum Teil zerstreut werden. Überdies regenerierte sich im April auch der Markt für Leveraged Loans wieder etwas, da Banken einen Teil der Kredite in ihren Büchern abstoßen konnten. Grundsätzlich besteht allerdings weiterhin eine hohe Präferenz für Liquidität. Die fortdauernden Turbulenzen an den internationalen Geldmärkten sind Ausdruck der anhaltenden Unsicherheit an den Kreditmärkten. Auf dem Interbankenmarkt haben sich die Risikoprämien auf hohem Niveau eingependelt, Indiz für ein hohes Maß an Ungewissheit und ein nicht unbedeutendes Finanzsystemrisiko. Wir bleiben daher bei unserer abwartenden Haltung, was die weiteren Aussichten des Kreditmarktes betrifft. So lange sich noch keine Stabilisierung der Preise am US-amerikanischen Wohnimmobilienmarkt abzeichnet und die Wirtschaftsmeldungen enttäuschen, sind Maßnahmen zur Stabilisierung der Märkte von den Notenbanken zu erwarten. Eine umfassende und nachhaltige Erholung der Kreditmärkte ist dennoch unwahrscheinlich.

### Aktuelle Leitzinserwartungen zu konservativ

Seit Mitte März haben sich die Prognosen für die weitere Entwicklung der Leitzinsen erheblich gewandelt. Derzeit wird zum Jahresende ein Leitzinsniveau von 2,0 % in den USA und 4,0 % in der Eurozone eingepreist. Am Markt geht man davon aus, dass die Fed die Talsohle des gegenwärtigen Lockerungszyklus bereits erreicht hat und die EZB an ihrem gegenwärtigen Zinsniveau festhalten wird. Nach unserem Dafürhalten sind diese Prognosen viel zu konservativ. Bedenkt man, dass die Rezession in den USA jetzt erst begonnen hat und das Poten-



Grafik 5  
US-Dollar/Eurokurs und Ifo/ISM

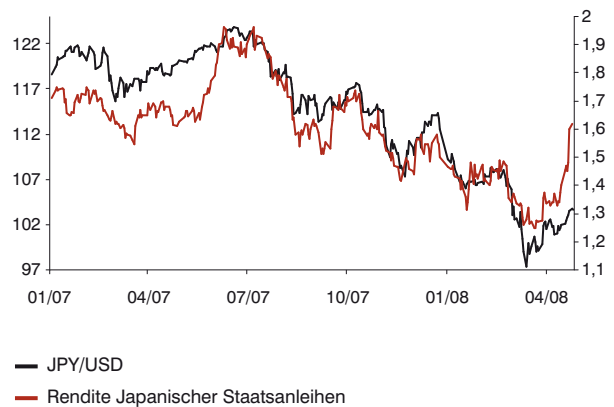


zial für eine „Ansteckung“ anderer Industrieländer bei weitem noch nicht ausgelotet ist, besteht noch allerhand Spielraum für weitere Zinssenkungen. Dafür spricht auch die Tatsache, dass die realen Leitzinsen immer noch weit über ihren historischen Tiefstständen liegen. Während die realen Langfristrenditen sich ihrem tiefsten Stand seit mehreren Jahren annähern, sind die realen Leitzinsen in den USA und insbesondere in der Eurozone noch nicht auf ein besonders niedriges Niveau gefallen. Wir betrachten die aktuellen Renditen im Kurzfristbereich der Kurve daher als attraktiv und sehen bei Kurzläufern aus den USA und der Eurozone ein gutes Wertpotenzial.

#### Trendumkehr bei Renditen im Monatsverlauf

Von kurzfristigen Anleihen abgesehen, besteht auch bei Langläufern ein interessantes Wertpotenzial – zumindest über einen Zeithorizont von einem Monat. Nach unserer Einschätzung wird die gegenwärtige Stabilisierungsphase bald enden, und die schwachen Konjunkturdaten werden wieder in den Vordergrund treten. Dafür spricht auch die nach wie vor hohe Volatilität. Da

Grafik 6  
Yen/US-Dollar und Rendite 10jähriger Japanischer Staatsanleihen



der Anstieg der Renditen nicht mit einer wesentlichen Reduzierung der allgemeinen Unsicherheit und Volatilität an den Märkten einherging, ist er unserer Meinung nach nicht haltbar. Überdies haben die Inflationsraten wahrscheinlich schon ihren

#### Renditerückschlag im Monatsverlauf wahrscheinlich

zyklischen Höhepunkt hinter sich und sollten daher in den nächsten Monaten fallen. Insofern dürften die momentanen Inflationsbefürchtungen zurückgehen. Gleichzeitig sind

die weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen für Anleihen angesichts des anhaltenden Preisverfalls am US-Immobilienmarkt und der „Ansteckungsgefahr“ für Industrieländer immer noch günstig. Selbst ein fortgesetzter Anstieg der Ölpreise würde dem Rückgang der Renditen nicht entgegenstehen. Unsere Analyse hat ergeben, dass die Konsequenzen des höheren Erdölpreises nicht überschätzt werden sollten. Die Korrelation zwischen Ölpreis und Rendite ist bestenfalls leicht positiv und in den USA zurzeit sogar negativ. Daher erwarten wir einen Rückgang der Renditen im Monatsverlauf.

## Währungen

Am 22. April fiel der Greenback untertägig auf seinen bisher niedrigsten Stand von 1,6018 gegenüber dem Euro. Dies ist wohl vor allem auf die überraschend unterschiedliche Entwicklung der USA einerseits und der Eurozone andererseits zurückzuführen. Während in den USA vor dem Hintergrund sich verschärfender Schlüsselindikatoren

#### Der Euro wird sein Rekordhoch von USD 1,60 nicht halten können ...

eine aggressive Lockerungspolitik verfolgt wird, bleibt die EZB angesichts überraschend solider Makroindikatoren bei ihrer strikten geldpolitischen Haltung. Der unerwartet

starke Rückgang des ifo-Geschäftsklima-Index im April machte indessen deutlich, dass die von der US-Rezession eingeleitete globale konjunkturelle Abkühlung jetzt auch die Eurozone erreicht hat. Es deutet alles darauf hin, dass die Inflationsentwicklung im Euroraum ihren zyklischen Höchststand bereits im März

erreichte. Die weiteren Inflationsmeldungen sollten daher die Inflations Sorgen der EZB mildern und den Weg für eine weniger strikte zinspolitische Haltung bahnen. Insgesamt ist mit einem Nachlassen des Euro gegenüber dem Dollar zu rechnen. Über einen Zeithorizont von einem Monat erwarten wir einen Wechselkurs von 1,56 USD/EUR.

#### Yen gewinnt bei Aktienmarkt-Rally an Boden

Nachdem sie im Zuge der Bear-Stearns-Krise auf 97,40 JPY/USD gefallen war, büßte die japanische Währung während der letzten sechs Wochen weitere 6,2 % ein und fiel auf 103,5 JPY/USD. Diese Entwicklung entsprach zunächst einmal der Erholung an den Aktienmärkten und dem Anstieg der Renditen japanischer Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit. In der Zwischenzeit hat sich die hohe Korrelation zwischen dem Dollar/Yen-Wechselkursverhältnis und den Renditen zehnjähriger

japanischer Staatsanleihen jedoch erheblich gelockert. Im Zuge der erstarkten Zuversicht aufgrund der aggressiven Zinspolitik der Fed fand an den Aktienmärkten in den vergangenen Wochen eine Rally statt. Entsprechend wurden die Geldströme in „sichere Häfen“ von den Anleihe- zu den Aktienmärkten umgeleitet. Dies mag dazu beigetragen haben, dass Investoren jetzt wieder mehr Risikobereitschaft zeigen und erneut auf dem US-Markt investieren (bzw. in

**... der Yen sollte kurzfristig wieder steigen**

begrenztem Umfang Carry Trades wiederbeleben). Auf jeden Fall ist damit der Druck auf den Yen zum Teil zurückgegangen. Der jüngste

Renditeanstieg basierte allerdings auf der Spekulation, dass die Fed einen geldpolitischen Kurswechsel durchziehen und sich weniger auf Wachstumsrisiken als auf Inflationsrisiken konzentrieren würde. Wir halten diese Annahme für verfrüht. Zudem erwarten wir einen weiteren Abschwung an den Märkten, wenn die US-Rezession erst einmal voll zum Tragen kommt und die übrige Welt davon zunehmend betroffen ist. Als technische Reaktion dürfte der Yen daher auf kurze Sicht zulegen, bevor er im Zuge einer konjunkturellen Abkühlung der japanischen Volkswirtschaft erneute Einbußen hinnehmen muss.

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: **Marianna Gurmam**

Tel.: + 49 221/1636-439

E-Mail: marianna.gurmam@geninvest.de

Anleihen: **Dr. Florian Späte, CIIA**

Tel.: + 49 221/1636-367

E-Mail: florian.spaete@geninvest.de

Währungen:

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

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

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

Tabelle 4

**Entwicklung der Renten, Wechselkurse und Rohstoffe**

	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE* 2007
Stand:	30.04.2008				
<b>3-Monats-Geldmarktsatz</b>					
US 3M Libor	2,85	2,69	3,11	5,36	4,70
EUR Eonia	4,21	4,16	4,19	3,87	3,92
EUR 1M Libor	4,39	4,36	4,19	3,86	4,28
EUR 3M Libor	4,86	4,73	4,38	4,02	4,68
JPN 3M Libor	0,92	0,91	0,87	0,67	0,90
UK 3M Libor	5,84	6,01	5,58	5,73	5,99
SWI 3M Libor	2,81	2,89	2,65	2,35	2,76
<b>Renten</b>					
2J. Treasuries	2,27	1,62	2,17	4,59	3,07
5J. Treasuries	3,04	2,47	2,81	4,51	3,46
10J. Treasuries	3,76	3,43	3,64	4,63	4,03
2J. Bunds	3,75	3,46	3,41	4,11	3,96
5J. Bunds	3,87	3,59	3,54	4,12	4,12
10J. Bunds	4,12	3,90	3,92	4,15	4,33
2J. JGBs	0,78	0,57	0,55	0,85	0,71
5J. JGBs	1,14	0,74	0,88	1,20	1,01
10J. JGBs	1,56	1,28	1,43	1,63	1,50
2J. Gilts	4,41	3,90	4,27	5,48	4,35
5J. Gilts	4,43	3,99	4,30	5,36	4,46
10J. Gilts	4,67	4,35	4,47	5,04	4,50
2J. Bonds SWI	1,44	1,50	1,90	2,47	2,20
5J. Bonds SWI	2,68	2,54	2,49	2,59	2,73
10J. Bonds SWI	3,11	2,93	2,81	2,75	2,97
<b>10J. Swap Spreads</b>					
USA	62	66	63	54	64
EUR	45	51	44	25	39
<b>Euro Unternehmensanleihen Spreads</b>					
JPM Credit Industrials	152	176	149	64	129
<b>Emerging-Markets-Anleihen Spreads</b>					
EMBI Latein Amerika	301	347	309	169	275
EMBI Asien	247	272	249	140	214
Euro EMBI Europa	92	103	84	50	73
<b>Währungen</b>					
USD/EUR	1,56	1,58	1,48	1,36	1,46
JPY/USD	104	100	106	119	112
GBP/EUR	0,79	0,80	0,74	0,68	0,73
CHF/EUR	1,62	1,57	1,61	1,65	1,66
<b>Rohstoffe</b>					
Gold \$/Oz	870	932	923	681	836
Crude Oil Brent \$/Barrel	110	103	92	67	94

Quelle: Thomson Financial Datastream, Bloomberg, eigene Berechnungen  
\* JE = Jahresende (oder Ultimo)

Tabelle 5

**Entwicklung der Aktienmärkte**

Aktien	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE*
Stand:	30.04.2008				
<b>Welt</b>					
MSCI World	1050	5,9%	1,4%	-9,2%	7,2%
<b>USA</b>					
S&P500	1386	4,8%	0,5%	-6,5%	-5,6%
Dow Jones	12820	4,5%	1,3%	-1,9%	-3,4%
Nasdaq	2413	5,9%	1,0%	-4,4%	-9,0%
<b>Europa</b>					
DJ Euro Stoxx TMI Large	327	5,3%	0,8%	-13,5%	-12,4%
DJ Euro Stoxx 50	3825	5,4%	0,8%	-12,9%	-13,1%
MSCI EMU	214	5,3%	1,2%	-13,8%	-11,9%
DJ Stoxx 600	323	5,6%	0,3%	-16,5%	-11,4%
DJ Stoxx 50	3237	7,3%	-0,1%	-16,1%	-12,1%
MSCI Europe	1394	5,6%	2,0%	-12,4%	-9,7%
CAC40	4997	6,1%	2,6%	-16,2%	-11,0%
DAX30	6949	6,3%	1,4%	-6,2%	-13,9%
MIB30	34540	7,4%	0,2%	-20,7%	-11,2%
FTSE100	6087	6,8%	3,5%	-5,6%	-5,7%
SMI	7529	4,2%	-1,8%	-20,1%	-11,3%
<b>Japan</b>					
Topix	1359	12,0%	0,9%	-20,1%	-7,9%
<b>Asien ex Japan</b>					
MSCI AC Asia ex Jp	634	8,3%	7,1%	18,6%	-8,0%

Quelle: Thomson Financial Datastream, Bloomberg, eigene Berechnungen  
\* JE = Jahresende (oder Ultimo)

Tabelle 6

**Entwicklung der Aktiensektoren**

Europäische MSCI Sektoren	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE*
Stand:	30.04.2008				
<b>Grundstoffe</b>	288	9,2%	13,1%	18,1%	3,0%
<b>Energie</b>	191	15,8%	14,9%	10,4%	-1,1%
Öl & Gas	188	15,9%	14,4%	10,9%	-1,2%
<b>Industriegüter</b>	163	4,1%	2,2%	-16,0%	-13,1%
<b>Gebrauchsgüter</b>	88	0,5%	-1,5%	-23,1%	-14,9%
Automobile	104	-3,1%	1,1%	-4,7%	-14,0%
Medien	70	2,4%	-4,0%	-20,4%	-14,3%
Handel	88	-2,0%	-4,6%	-37,4%	-18,2%
<b>Verbrauchsgüter</b>	140	1,6%	1,9%	-2,8%	-8,2%
Nahrungsmittel/Kosmetik Einzelhandel	93	3,7%	-0,2%	-13,0%	-10,4%
Nahrungsmittelproduktion	131	0,5%	2,6%	-1,1%	-7,3%
Haushaltswaren	256	2,3%	5,9%	-4,4%	-8,1%
<b>Gesundheit</b>	91	2,6%	-4,9%	-21,1%	-11,7%
Pharma	86	3,1%	-5,1%	-21,7%	-11,9%
<b>Telekommunikation</b>	76	4,8%	-10,7%	-5,0%	-17,4%
<b>Versorger</b>	168	4,7%	-1,1%	0,2%	-11,1%
<b>Finanzen</b>	103	5,3%	2,3%	-25,8%	-10,7%
Bank	121,6	5,5%	3,3%	-25,0%	-10,5%
Finanzdienstleister	99	3,1%	4,8%	-22,9%	-12,4%
Versicherungen	61,5	3,1%	4,5%	-19,5%	-7,8%
<b>Informationstechnologie</b>	63	6,8%	-8,3%	-20,4%	-17,0%
IT-Services	16,5	6,8%	9,5%	-28,5%	-3,0%
Software	77,4	3,7%	-0,3%	-8,0%	-8,3%
Kommunikationsausrüstung	76,0	5,8%	-12,7%	-18,0%	-20,0%
Computer und Peripheriegeräte	53,7	19,5%	-3,1%	-15,8%	-23,8%
Halbleitersausrüstung	90,6	18,1%	-6,3%	-35,9%	-20,9%

Quelle: Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen  
\* JE = Jahresende (oder Ultimo)

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

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

**Team:**

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

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

Marianna Gurmman (Tel.: +49 221/671-439)

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

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

Vladimir Oleinikov (Tel.: +49 221/1636-317)

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

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

Dr. Christoph Siepman (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.de

**Editor:**

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

**Herausgeber:**

Generalinvestments Research Department

Köln, Deutschland · Triest, Italien

Gereonswall 68, D-50670 Köln

**Redaktionsschluss:**

30. April 2008

**Quellen der Grafiken und Tabellen:**

Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen.

Generalinvestments, Köln/Triest 2008 · 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