

Markttrends

Zusammenfassung

Überblick

- Die Lage auf den Finanzmärkten blieb während der letzten vier Wochen weiterhin schwierig. Neben der anhaltenden Kreditkrise stiegen jetzt auch die Inflationssorgen. Infolgedessen purzelten die Aktienkurse, während die Anleiherenditen kräftig anzogen.
- Wir rechnen für den kommenden Monat mit anhaltend hohem Druck auf die Märkte, vor allem bei Aktien. Sofern die Wachstumsentwicklung im erwarteten Umfang nachlässt, sollten sich die Renditen von Langfristanleihen wieder stabilisieren.
- Der Erdölpreis bleibt der entscheidende Risikofaktor. Trotz klarer Anzeichen für ein weltweit abkühlendes Wirtschaftsklima steigt der Ölpreis unbeirrt weiter. Grundsätzlich sind wir jedoch nach wie vor der Überzeugung, dass die rückläufige Weltkonjunktur – vor allem in den Regionen außerhalb der OECD – beim Ölpreis zu einer Trendwende führen wird. Es besteht indes ein erhebliches Risiko, dass die Ölpreis-Rally noch nicht ihren Höhepunkt erreicht hat.

Aktien

- Der Optimismus im Hinblick auf einen V-förmigen Verlauf der Erholung nach der Rettungsaktion für Bear Stearns reichte nicht, um das Marktmomentum aufrechtzuerhalten. Die Rally wurde ab Mitte Mai von einem allgemeinen Abwärtstrend abgelöst, der die realisierten Kursgewinne größtenteils zunichte machte.
- Die unsichere wirtschaftliche Lage wird wohl zu höherer Volatilität und Ertragsrisiken führen. Größere Sorgen macht indes, dass die Inflationserwartungen am Markt und bei Verbrauchern stetig gestiegen sind.
- Die vorab angekündigten negativen Erträge für das zweite Quartal führen zu zusätzlichem Druck auf das Kreditgeschäft: Die Zinsen gehen hoch und die Kurse runter.

Anleihen

- Die Anleihemärkte wurden im Juni von Inflationssängsten beherrscht. Entsprechend stiegen die Renditen in allen Laufzeitbändern ganz erheblich.



- Notenbankvertreter unterstrichen vor allem zu Monatsanfang ihre Inflationssorgen. Infolgedessen revidierten die Marktteilnehmer ihre Leitzinserwartungen, und die internationalen Zinsstrukturkurven verflachten sich. Vor knapp einer Woche zeichnete sich bei den Renditen eine teilweise Trendumkehr ab.
- Wir gehen davon aus, dass die anhaltende Konjunkturschwäche demnächst wieder Oberhand gewinnen wird. Zudem haben die Märkte beim Einpreisen der Zinserhöhungspolitik vorschnell reagiert. Da die Inflationssängste aber nicht innerhalb der nächsten Wochen verfliegen werden, dürften die Renditen im Juli nur geringfügig nachgeben.

Währungen

- In Anbetracht schwächerer Daten in der Eurozone und einer solideren US-amerikanischen Handelsbilanz ist mit einer Stärkung des US-Dollar zu rechnen.
- Den Prognosen zufolge wird die Volatilität des Yen steigen. Gleichzeitig dürften sich schwache Rahmendaten negativ auf die japanische Währung auswirken.



GENERALI
Investments

Tabelle 1

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

Überblick

Die Erholung an den Märkten in den Monaten April und Mai verlief genauso wie erwartet und erwies sich bloß als vorübergehende Verschnaufpause vor dem Hintergrund eines nachhaltigen Abwärtstrends. Seit unserer letzten Ausgabe sind die Kurse US-amerikanischer Aktien um 5,6% und die von Aktien aus der Eurozone sogar um 9,0% abgerutscht. Gleichzeitig stiegen die CDS- und LIBOR-Spreads. Diese erneute Zunahme der Risikoscheu wurde zunächst durch die Sorgen um die Kreditkrise angesichts fortgesetzter Verluste im Bankensektor ausgelöst. Sie verstärkte sich noch, als sich Inflationsängste am Markt durchsetzten.

Ursache für diese Ängste waren vor allem zwei Faktoren: einerseits der Anstieg der Ölpreise auf ihren historischen Höchststand von über 140 US-Dollar pro Barrel und andererseits der recht abrupte geldpolitische Kurswechsel führender Notenbanken. Während in den ersten fünf Monaten des Jahres noch das Thema Konjunkturbelebung die Verlautbarungen der Währungshüter bestimmte, rückte die Inflationsbekämpfung ab Juni zunehmend in den Mittelpunkt. Grund war die wachsende Einsicht bei den zinspolitischen Instanzen, dass sich der Höhenflug des Ölpreises trotz rückläufiger Weltkonjunktur

Finanzanlagen von Inflationsängsten beherrscht

unbeirrt fortsetzte. Dies gilt insbesondere für die EZB, die die Märkte im Juni mit der Ankündigung einer Zinserhöhung für Juli überraschte. In der Folge zogen die Renditen langfristiger Staatsanleihen kräftig an: um über 30 Bp. in den USA und sogar mehr als 40 Bp. in der Eurozone.

Marktumfeld bleibt schwierig

Nach unserer Einschätzung werden bis auf weiteres vor allem drei Faktoren das Geschehen auf den Finanzmärkten bestimmen: Erstens die Kreditkrise, die nach unserem Dafürhalten noch nicht ausgestanden ist. Zweitens der Ölpreis, der trotz aller gegenteiligen Prognosen hartnäckig weiter steigt. Und drittens die abnehmende Wirtschaftstätigkeit infolge der Kreditkrise und höherer Inputkosten.

Tabelle 2

Anleihen	aktuell	1 M.	12 M.
10 J. Treasuries (USA)	4,11	4,00	4,50
10 J. Bunds (Deutschland)	4,56	4,55	4,70
10 J. JGBs (Japan)	1,70	1,65	2,00
Unternehmensanleihen	aktuell	1 M.	12 M.
IBOXX Corporates Non Fin Index	135	140	95
Währungen	aktuell	1 M.	12 M.
USD/EUR	1,56	1,53	1,40
JPY/USD	108	109	113
GBP/EUR	0,79	0,80	0,77
Aktien	aktuell	1 M.	12 M.
S&P 500	1311	1285	1430
MSCI EMU	108	106	125

Aktuelle Werte = Durchschnittswerte der letzten fünf Handelstage

Zu unserer Überraschung spekulierten die Märkte bereits im April/Mai auf ein Ende der Kreditkrise. Zwar war auch nach unserer Einschätzung die unmittelbare Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems vorerst gebannt. Dabei hatten wir allerdings betont, dass die Krise durchaus noch nicht ausgestanden sei. Im Laufe des Quartals stiegen Verlustmeldungen und Kapitalbedarf. Entsprechend sank die Marktstimmung im Juni aufs Neue. Gegenüber dem Höchststand im Mai hat der US-Bankensektor nahezu 30% eingebüßt und notiert jetzt wieder auf dem Niveau von 2001. Die Preise am amerikanischen Wohnimmobilienmarkt bleiben auch weiterhin der entscheidende Faktor für das Wohl und Wehe der Finanzmärkte. So lange diese Preise fallen, werden die Verluste bei Structured-Credit-Produkten den Bankensektor weiter belasten. Aber finanzielle Verluste sind nur ein Grund zur Sorge. Hinzu kommt ein nachhaltiger Rückgang bei Profitabilität und Kreditvergabe. Das wahre Ausmaß der Kreditverluste hat das Kreditwachstum bisher kaum beeinträchtigt. Es machen sich indes bereits Zeichen für eine Verlangsamung des Kreditgeschäfts bemerkbar. Dies gilt insbesondere für die USA, in gewissem Maße aber auch für die Eurozone. In Anbetracht der drastischen Verschärfung der Kreditvergabekriterien dürfte dieser Trend anhalten.

Ein weiterer – unberechenbarer – Risikofaktor ist der Ölpreis. Sein starker Anstieg ist unzweifelhaft negativ für Aktien, da er die Gewinnspannen massiv aushöhlt. Bei Anleihen ist die Situation weniger eindeutig. Wachstum und Inflationsentwicklung sind hier gleichermaßen betroffen.

Märkte weiter unter Druck

Welche Wirkung dies im weiteren Verlauf haben wird, ist unklar. Für die kommenden Monate erwarten wir indes, dass sich die Wachstumserwartungen durchsetzen können. Anleihen könnten vor diesem Hintergrund etwas zulegen. Aufgrund der strikt antiinflationären Haltung der EZB und einer Inflationsrate auf ihrem bisher höchsten Stand von 4% im Juni

(3,7% im Mai) sehen wir allerdings wenig Spielraum für eine wesentliche Verbesserung der Renditen im Euroraum. Langfristig sollte es hier wieder zu einem Anstieg kommen, da das inflationäre Umfeld nicht so günstig ist wie in den 1990er Jahren.

Vor diesem Hintergrund werden wir vorerst – jedenfalls auf Monatsbasis – bei unserer abwartenden Haltung gegenüber Risiko-

werten bleiben. In unserem Musterportfolio empfehlen wir eine Übergewichtung von Liquidität und Anleihen gegenüber Aktien. Bei festverzinslichen Produkten ziehen wir kürzere Laufzeiten vor, da Anleihen mit längerer Laufzeit inflationsbedingt unter Druck geraten könnten. Zudem haben Kurzläufer erheblich von den Leitzinserwartungen profitiert (höhere Renditevorteile), die wir allerdings für überzogen halten.

Aktien

Die Bärenmarkt-Rally ist jetzt vorbei. Die viel beschworenen Gespenster Kredit-/Liquiditätskrise und Konjunkturreinbruch gehen wieder um. Ein neues Angstthema hat sich dazu gesellt: die Inflationsgefahr! Die Märkte haben die seit Mitte März erzielten Zuwächse mittlerweile größtenteils wieder eingebüßt. Der Outperformer TOPIX fiel im Juni um „nur“ 4,3% und erzielte damit seit seinem Tiefststand am 17. März eine absolute Rendite von 17,3%. Am schlechtesten schnitt der Finanzsektor ab (der

Deutliche Verluste im Juni

KBW-Index, der die Aktienkurse von 24 US-Banken abbildet, ist seit April um 22% gerutscht), gefolgt von Verbraucher- und IT-Services. Grund für

die Veränderung der Marktdynamik waren vor allem Ankündigungen weiterer Subprime-bedingter Verluste, zusätzliche Abschreibungen bei Banken und Versicherern im zweiten Quartal, massive Kapitalerhöhungen (über 300 Mrd. US-Dollar allein im Bankensektor) und Bonitätsherabstufungen durch Rating-Agenturen. Auch wenn eine systemische Finanzkrise anscheinend abgewendet werden konnte, sind die wirtschaftlichen Kosten des Abbaus der Fremdverschuldung – sowohl im Finanzsystem als auch bei Unternehmen und Privathaushalten – immer noch deutlich zu spüren.

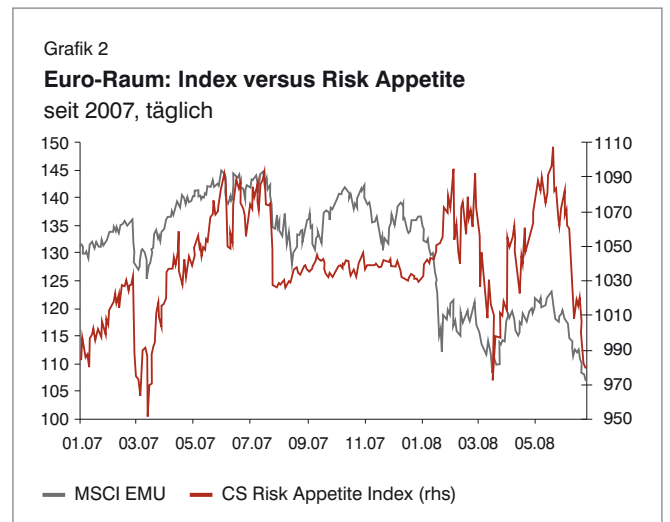
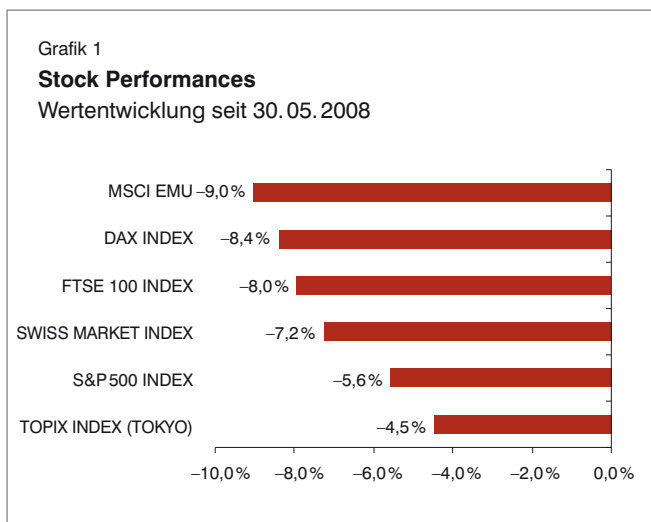
Hinzu kommen die Erdölpreise auf Rekordniveau sowie die höheren Lebensmittel- und Energiepreise. Dadurch besteht die reale Gefahr einer Konsumrezession, da die Verbraucher ihre Kauflust nicht mehr über Kredite finanzieren und die Zentralbanken die Zinszügel nicht lockern können. Im Gegenzug ist mit höheren Löhnen und sinkenden Gewinnen zu rechnen. Überdies spricht auch die fortgesetzte Versteigerung der Zins-

strukturkurven für rückläufige Aktienkurse und ein Derating. Und schließlich hängen die Aussichten für Risikowerte entscheidend von der weiteren Entwicklung des Ölpreises und der Abkoppelung der Schwellenländermärkte vom globalen Konjunkturzyklus ab.

Europäische Märkte

Vorsicht scheint wiederum das Gebot der Stunde zu sein, wenn auch der MSCI EMU erst kürzlich seinen Tiefststand vom März noch unterboten hat. Entgegen unseren Prognosen von vor ein paar Monaten sind weitere Kursrückgänge an den europäischen Märkten jetzt wahrscheinlicher. Gründe sind das unerwartet starke Anziehen der Inflationsrate und die dementsprechend dezidierten zinspolitischen Äußerungen der Notenbanken.

Die Bewertungen sind derzeit recht billig. Andererseits ist die Marktstimmung gedämpft. Zwar deutet einiges auf einen baldigen Anstieg hin, aber die Rahmendaten sind sowohl für Notenbanken als auch Investoren schwierig. Dennoch erwarten wir vorerst keine neuen Tiefststände, würden aber auch von übermäßigem Optimismus abraten. Zunächst einmal sind die Rahmendaten schlecht: Das Wachstum lässt nach, die Inflation steigt und die Zentralbanken verfolgen eine strikter antiinflationär ausgerichtete Zinspolitik. Zweitens werden die Bewertungen unserer Einschätzung nach noch weiter sinken. IBES-Erwartungen zufolge soll das EBIT 2008 und 2009 bei über 80% der Unternehmen steigen – trotz höherer Kosten und rückläufiger Gewinnspannen. Für uns ist das nicht ganz nachvollziehbar; wir rechnen daher mit weiteren Ertragskorrekturen. Und schließlich darf man auch nicht vergessen, dass sich eine pessimistische



Marktstimmung in einem schwächeren Börsenumfeld in der Regel noch verstärkt.

US-Märkte

Der S&P 500 liegt zwar noch über dem Niveau vom März, müsste aber nur um 2 oder 3 % nachlassen, um einen neuen Tiefstand zu erreichen. Ankündigungen über weitere Abschreibungen im Finanzsektor, die Herunterstufung mehrerer Unternehmen durch Moody's und Gerüchte über einen möglichen Verkauf von Lehman Brothers trafen die US-Märkte besonders hart. Besondere Sorgen machen uns dabei die Folgen steigender Energiepreise für die Gewinnspannen verschiedener Branchen, darunter auch Raffinerien, Petrochemie, Fluggesellschaften und andere Konsumgüterbereiche. Der Abstand zwischen Kerninflationsrate und Erzeugerpreisindex – ein guter Indikator für die Entwicklung der Gewinnspannen – verringert sich. Für die kommende Berichtssaison rechnen wir mit einer wachsenden Zahl unangenehmer Überraschungen, insbesondere in den Bereichen außerhalb des Finanzsektors. Ferner könnten Inflationsängste die Stimmung noch weiter drücken.

Mit weiteren Ertragskorrekturen ist zu rechnen

Aktien – Japan

Der TOPIX ist der einzige Index, der seit dem 17. März noch zweistelliges Wachstum verzeichnet. Dafür gibt es mehrere Gründe: Japanische Aktien reagieren vergleichsweise unempfindlich auf die Zinsentwicklung, die Finanzkrise betraf japanische Banken nur peripher, und die Energieeffizienz ist in Japan im Vergleich zu anderen entwickelten Volkswirtschaften höher. Daraus

Japanische Aktien profitieren von Sondereinflüssen

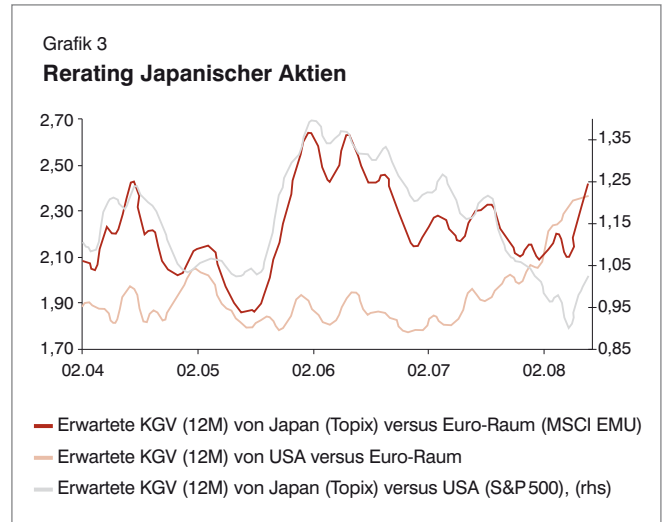
Anleihen

Unauffhaltsam steigende Energiepreise, die die Headline-Inflation in die Höhe treiben, bereiten den Zentralbanken zunehmend Kopfzerbrechen. Innerhalb nur weniger Tage signalisierten sowohl EZB als auch Fed einen geldpolitischen Kurswechsel, bei dem nicht mehr die Wachstums-, sondern die Inflationsrisiken im Mittelpunkt stehen. Angesichts steigender Inflationserwartungen hat die EZB praktisch bereits vorab eine Zinserhöhung um 25 Bp. bei ihrer nächsten Ratssitzung angekündigt. Nur ein paar Tage später hielt US-Notenbankchef Ben Bernanke eine Rede, die untertägig einen sprunghaften Anstieg um über 30 Bp. im Kurzfristbereich der US-amerikanischen Zinskurve auslöste. Wenn auch die Renditen im Langfristbereich der Kurve ebenfalls etwas zulegten, verflachten sich die internationalen Zinsstrukturkurven. In den USA gingen die Spreads zwischen zehnjährigen und zweijährigen Benchmark-Anleihen vorübergehend um über 20 Bp. zurück. In der Eurozone verlief die Zinsstrukturkurve sogar invers.

Markanter Renditeanstieg

Renditen auf höchstem Stand seit Monaten

In der Folge bemühten sich die Notenbanken dann wiederum, die Erwartungen auf eine bevorstehende zinspolitische Dros-



selbst folgt ein Geldstrom auf die japanischen Aktienmärkte – trotz sich verschlechternder Konjunkturaussichten Japans. Wir sind der Überzeugung, dass der Markt dem Gesamttrend folgen wird. Mittelfristig sollten sich dabei interessante Chancen ergeben.

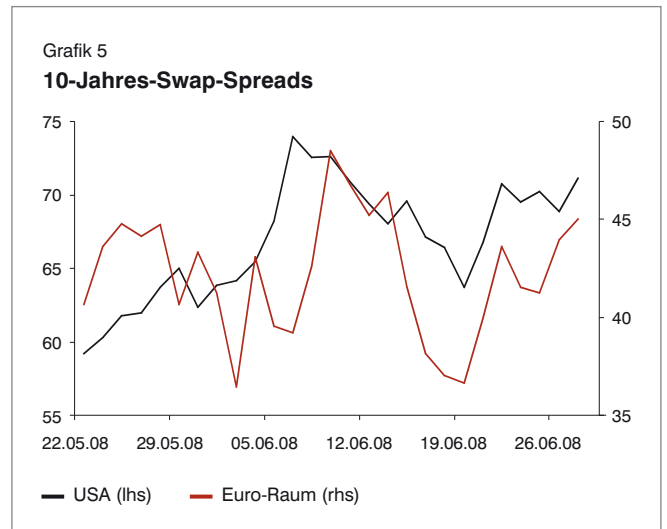
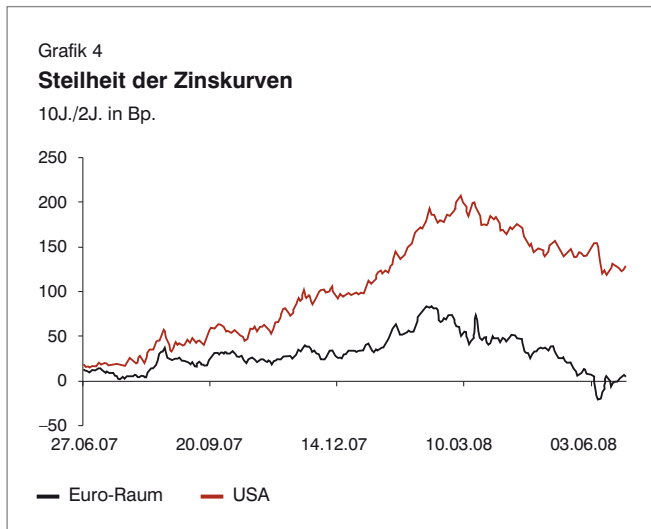
Unterm Strich

Geduld und Werterhaltung sind jetzt Trumpf. Wenn auch die Märkte bei gleichzeitig gedrückter Stimmung recht preisgünstig sind, überzeugen die Rahmendaten durchaus nicht. Wir erwarten zwar keinen wesentlichen Rückgang von den aktuellen Niveaus, können dies angesichts der hohen Risiken jedoch nicht ausschließen. Bei Aktien bleiben wir bei unserer Übergewichtung defensiver und preisgünstiger Titel.

selung zu dämpfen. So betonte die EZB, dass eine vereinzelt Zinsanhebung nicht den Einstieg in einen neuen Zinserhöhungszyklus bedeute. Ferner bestätigten die Wirtschaftsmeldungen, die in den vorangegangenen Wochen vielfach noch überraschend positiv ausgefallen waren, den konjunkturellen Abwärtstrend. Und schließlich rückte auch die Kreditkrise wieder in das Blickfeld der Marktteilnehmer. Negativmeldungen über weitere Abschreibungen und die Gerüchte um Liquiditätsprobleme bei Investmentbanken ließen sichere Staatsanleihen wieder attraktiv erscheinen. Entsprechend konnten die Anleihemärkte abermals an Boden gewinnen, und Leitzinserwartungen wurden zumindest teilweise revidiert. Trotz der jüngsten Erholung kletterten die Renditen auf beiden Seiten des Atlantiks im Juni auf neue Höchststände. So legten die Renditen zehnjähriger US-Schatzanleihen um 21 Bp. auf 4,11 % zu, während ihre europäischen Pendanten um 26 Bp. auf 4,56 % stiegen.

Märkte zwischen Inflation und Wachstumsschwäche

In der näheren Zukunft dürften die Anleihemärkte von dem Konflikt zwischen Inflationsängsten und Wachstumssorgen geprägt sein.



Erst kürzlich erklimmte der Erdölpreis ein neues Rekordniveau von über 140 US-Dollar pro Barrel. Entsprechend mehren sich erste Anzeichen, dass die Inflationsrate in der Eurozone im Juni deutlich gestiegen ist. Das Thema Inflation wird daher wohl auch in den kommenden Wochen die Anleihemärkte beherrschen. Zudem ist die Anhebung der Leitzinsen durch die EZB im Juli so gut wie beschlossene Sache. Obgleich auch die Fed ihren Inflationsängsten nachdrücklich Ausdruck verliehen hat, verfolgt vor allem die EZB einen entschiedenen antiinflationären Kurs. In manchen Ländern der Eurozone sind tarifvertragliche Klauseln üblich, wonach Löhne und Gehälter automatisch an die Inflationsrate angepasst werden. Daher scheint die Gefahr von Zweitundeneffekten und einer eskalierenden Lohn-/Preisspirale in der Eurozone ausgeprägter zu sein. Aufgrund der strikten geldpolitischen Haltung der EZB sollten sich die Abwärtsrisiken für Renditen im Euroraum indes in Grenzen halten.

Gleichwohl wird die schwache Konjunkturlage auch während der nächsten Wochen anhalten. Bislang haben die Effektivrenditen (bei Zugrundelegung inflationsgeschützter Anleihen) nur unwesentlich auf die konjunkturelle Abkühlung reagiert. Unabhängig von der Laufzeit sind die Effektivrenditen immer

US-Markt wird Eurozone schlagen

noch sehr viel höher als im März, obwohl die Lasten für die wirtschaftliche Entwicklung seitdem erheblich zugenommen haben. Auf absehbare Zeit ist mit anhaltend schwachen Wirtschaftsdaten zu rechnen. Wir erwarten daher, dass die schwachen Wachstumsaussichten abermals ins Blickfeld rücken werden. Dies sollte wiederum die Renditen drücken. Angesichts des lustlosen Wirtschaftsklimas haben die Zentralbanken zudem wenig Handlungsspielraum. Vor dem Hintergrund eines anhaltend schwächelnden Arbeitsmarktes wird die Fed

noch sehr viel höher als im März, obwohl die Lasten für die wirtschaftliche Entwicklung seitdem erheblich zugenommen haben. Auf absehbare Zeit ist mit anhaltend schwachen

von einer frühzeitigen Zinserhöhung absehen. Auch der EZB sind die Hände gebunden: Einerseits zeichnet sich bereits der Beginn einer konjunkturellen Schwächephase in der Eurozone ab und andererseits verläuft die wirtschaftliche Entwicklung in den verschiedenen Ländern der Eurozone sehr unterschiedlich. Auch wenn die Marktteilnehmer ihre Erwartungen in puncto Leitzinserhöhung bereits teilweise zurückgenommen haben, ist dies unserer Ansicht nach nicht im erforderlichen Umfang geschehen.

Daher sollten die Renditen in den nächsten Wochen noch etwas nachgeben. Aus den vorgenannten Gründen wird dieser Rückgang in den USA wohl deutlicher ausfallen als in der Eurozone. Bei einem Rückgang der Zehnjahres-Benchmarkrenditen auf 4,0% (in den USA) bzw. 4,55% (im Euroraum) mag unsere Prognose übervorsichtig erscheinen, Investoren sollten hier jedoch nicht mit einer linearen Entwicklung rechnen. Die anhaltende Ungewissheit im Hinblick auf den weiteren Verlauf der Kreditkrise und die Konjunkturlage wird sich nicht so schnell legen. Investoren sollten sich daher auf wechselhafte Märkte gefasst machen.

Angesichts des jüngsten Kursrutsches an den Aktienmärkten, einer verstärkten Hinwendung zu Qualitätswerten und einer merklichen Verschlechterung der Marktstimmung haben sich die Swap-Spreads von Unternehmensanleihen seit Mitte Juni ausgeweitet. Nach unserer Einschätzung gibt es indes wichtige Einflussfaktoren, die über die kommenden Wochen zu einer erneuten Verengung führen sollten. Die moderate Versteilerung der Renditekurven und ein Ende des scheinbar unablässigen Preisverfalls an den Aktienmärkten dürften engeren Swap-Spreads den Weg bahnen – allerdings hauptsächlich in den USA.

Währungen

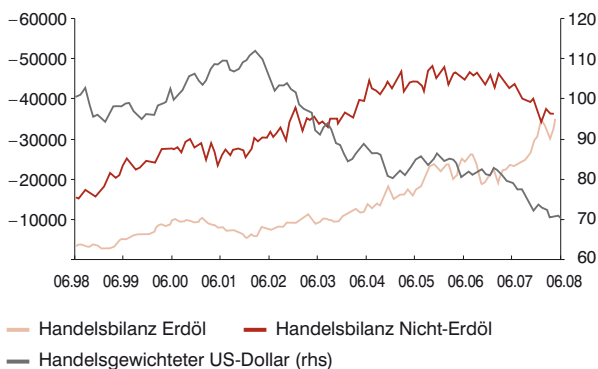
Im letzten Monat fiel der US-Dollar auf ein Niveau von 1,57 USD/EUR und lag damit sogar unter dem von uns prognostizierten Niveau von 1,56 USD/EUR. Im Juni legte er dann zunächst wieder erwartungsgemäß zu. Mitte Juni, als sich die irischen Wähler

gegen den EU-Vertrag aussprachen, konnte der Greenback sogar auf ein Niveau von 1,53 USD/EUR klettern. Danach ging es allerdings wieder abwärts. Momentan machen dem US-Dollar insbesondere sinkende Stimmungsbarometer zu schaffen.

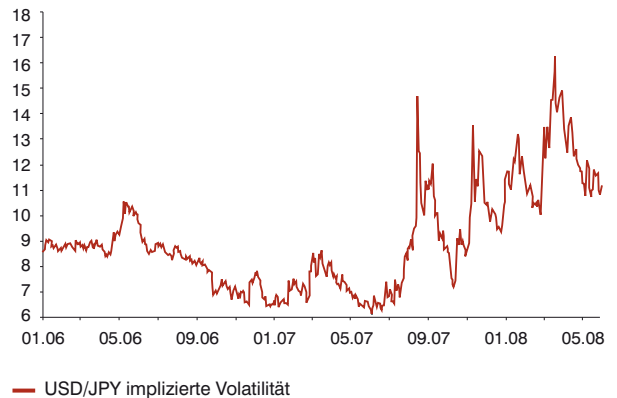
Grafik 6

US Handelsbilanz

Zensus basiert, Millionen US-Dollar



Grafik 7

US-Dollar/Japanischer Yen Volatilität

So ist die Zuversicht bei Verbrauchern auf ihren tiefsten Stand seit 28 Jahren gefallen. Zusammen mit den Äußerungen von Fed-Vertretern hat dies zu Spekulationen geführt, dass die Fed

Greenback holt infolge schwächerer Konjunkturdaten in Eurozone und Japan gegenüber Euro und Yen auf

ihre erste Zinsanhebung länger aufschiebt, als der Markt bisher eingepreist hat. Die Zinserhöhung durch die EZB im Juli und die voraussichtliche Ausweitung des transatlantischen Zinsgefälles zugunsten der Eurozone haben einen ähnlichen Effekt. Nichts-

destotrotz sollte sich auch im Euroraum eine Verschlechterung der Wirtschaftsdaten abzeichnen. Überdies hat sich die US-amerikanische Handelsbilanz (ohne Berücksichtigung der Ölpreise) bereits verbessert. Aus struktureller Sicht sollte dies die Attraktivität des US-Dollar stärken. Insgesamt ist kurzfristig mit einer Festigung des US-Dollar zu rechnen.

Hohe Volatilität des Yen erwartet

Nachdem er im Mai größtenteils seitwärts tendiert hatte, verlor der Yen im Juni gegenüber dem US-Dollar erheblich an Boden. Bis Mitte Juni war er auf einen Stand von ca. 108 JPY/USD abgeglitten. In letzter Zeit konnte der Yen diese Verluste zum Teil aufholen und hat sich bei rund 106 JPY/USD eingependelt. Im Gegensatz zur vorherigen Abwertungswelle wurde der zweite Kursrutsch im Juni unserer Meinung nach durch einen Anfall von Inflationsangst ausgelöst. Ölpreis und Energiekosten waren explosionsartig gestiegen. Vor diesem Hintergrund änderten sich die zinspolitischen Erwartungen. Hatte man zuvor noch geglaubt, die geldpolitischen Instanzen würden die Zinsen senken, um die schleppende Konjunktur zu beleben, verlagerte sich der Fokus jetzt auf eine zinspolitische Straffung zur Inflationsbekämpfung. Dadurch weitete sich wiederum das erwartete Zinsgefälle zwischen Japan und den USA aus und bot sich ein günstiges Umfeld für kurzfristige Zinsarbitrage sowie – bei nachlassender Volatilität – die Übernahme zusätzlicher Risiken bei Carry Trades. In der zweiten Junihälfte erwiesen sich die Erwartungen an die zinspolitische Entwicklung in den USA als überzogen und der Yen tendierte wiederum seitwärts. Darüber hinaus meldeten sich auch die alten Ängste vor turbulenten Finanzmärkten zurück. Nicht zuletzt rückten auch die dürrtigen volkswirtschaftlichen Perspektiven wieder ins Rampenlicht. Infolgedessen steht der Wechselkurs bis auf weiteres unter dem

Einfluss gegenläufiger Kräfte. Etwaige Negativmeldungen zur Stabilität der Finanzmärkte und höhere Volatilität könnten den US-Dollar in nächster Zeit schwächen. Andererseits lösen die steigenden Ölpreise in den USA zinspolitische Erwartungen aus, die den Yen zwangsläufig schwächen. Überdies sprechen die volkswirtschaftlichen Rahmendaten wohl eher gegen eine erneute Stärkung des Yen, da in Japan für das zweite Quartal mit wirtschaftlicher Stagnation zu rechnen ist. Aber auch wenn es auf diesem Markt noch eine Weile hin- und hergehen sollte, dürften sich die Rahmendaten letztendlich durchsetzen.

Autoren:

Überblick: **Dr. Klaus Wiener**

Tel.: + 49 221/1636-340

E-Mail: klaus.wiener@geninvest.de

Aktien: **Marianna Gurmman**

Tel.: + 49 221/1636-439

E-Mail: marianna.gurmman@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, CIIA

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

E-Mail: christoph.siepmann@geninvest.de

martin.wolburg@geninvest.de

Tabelle 3

Entwicklung der Renten, Wechselkurse und Rohstoffe

	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE* 2007
Stand:	30.06.2008				
3-Monats-Geldmarktsatz					
US 3M Libor	2,78	2,68	2,69	5,36	4,70
EUR Eonia	4,27	4,11	4,16	4,14	3,92
EUR 1M Libor	4,44	4,46	4,36	4,11	4,28
EUR 3M Libor	4,95	4,86	4,73	4,17	4,68
JPN 3M Libor	0,93	0,92	0,91	0,76	0,90
UK 3M Libor	5,95	5,87	6,01	6,00	5,99
SWI 3M Libor	2,79	2,78	2,89	2,70	2,76
Renten					
2J. Treasuries	2,61	2,64	1,62	4,87	3,07
5J. Treasuries	3,33	3,40	2,47	4,93	3,46
10J. Treasuries	3,98	4,04	3,43	5,03	4,03
2J. Bunds	4,56	4,30	3,46	4,41	3,96
5J. Bunds	4,62	4,30	3,59	4,53	4,12
10J. Bunds	4,58	4,39	3,90	4,57	4,33
2J. JGBs	0,80	0,91	0,57	1,02	0,71
5J. JGBs	1,18	1,33	0,74	1,47	1,01
10J. JGBs	1,60	1,75	1,28	1,87	1,50
2J. Gilts	5,22	5,06	3,90	5,75	4,35
5J. Gilts	5,19	4,94	3,99	5,72	4,46
10J. Gilts	5,13	4,97	4,35	5,46	4,50
2J. Bonds SWI	1,77	1,73	1,50	2,86	2,20
5J. Bonds SWI	2,95	2,86	2,54	3,00	2,73
10J. Bonds SWI	3,27	3,21	2,93	3,15	2,97
10J. Swap Spreads					
USA	70	63	66	63	64
EUR	45	43	51	28	39
Euro Unternehmensanleihen Spreads					
JPM Credit Industrials	154	145	176	65	129
Emerging-Markets-Anleihen Spreads					
EMBI Lateinamerika	313	275	347	196	275
EMBI Asien	309	244	272	138	214
Euro EMBI Europa	107	91	103	48	73
Währungen					
USD/EUR	1,58	1,56	1,58	1,35	1,46
JPY/USD	106	106	100	123	112
GBP/EUR	0,79	0,79	0,80	0,67	0,73
CHF/EUR	1,60	1,62	1,57	1,66	1,66
Rohstoffe					
Gold \$/Oz	923	888	932	650	836
Crude Oil Brent \$/Barrel	139	128	103	73	94

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

Tabelle 4

Entwicklung der Aktienmärkte

Aktien	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE*
Stand:	30.06.2008				
Welt					
MSCI World	974	-8,4%	-1,8%	-17,3%	-14,0%
USA					
S&P 500	1280	-8,6%	-3,2%	-14,9%	-12,8%
Dow Jones	11350	-10,2%	-7,4%	-15,4%	-14,4%
Nasdaq	2293	-9,1%	0,6%	-11,9%	-13,5%
Europa					
DJ Euro Stoxx TMI Large	286	-12,0%	-7,9%	-26,0%	-23,5%
DJ Euro Stoxx 50	3353	-11,3%	-7,6%	-25,3%	-23,8%
MSCI EMU	188	-11,8%	-7,5%	-25,9%	-22,7%
DJ Stoxx 600	289	-10,2%	-5,4%	-26,5%	-20,6%
DJ Stoxx 50	2906	-8,7%	-3,7%	-26,4%	-21,1%
MSCI Europe	1252	-10,0%	-5,2%	-22,5%	-18,9%
CAC40	4435	-11,6%	-5,8%	-26,8%	-21,0%
DAX30	6418	-9,6%	-1,8%	-19,8%	-20,4%
MIB30	30524	-10,9%	-5,1%	-27,7%	-21,5%
FTSE100	5626	-7,1%	-1,3%	-14,9%	-12,9%
SMI	6959	-7,4%	-3,7%	-24,4%	-18,0%
Japan					
Topix	1320	-6,3%	8,8%	-25,6%	-10,5%
Asien ex Japan					
MSCI AC Asia ex Jp	547	-11,7%	-6,7%	-7,0%	-20,7%

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

Tabelle 5

Entwicklung der Aktiensektoren

Europäische MSCI Sektoren	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE*
Stand:	30.06.2008				
Grundstoffe	285	-4,5%	8,3%	4,9%	2,1%
Energie	190	-4,0%	15,3%	-1,1%	-1,5%
Öl & Gas	188	-3,9%	15,6%	-0,7%	-1,5%
Industriegüter	147	-12,3%	-6,2%	-27,4%	-21,7%
Gebrauchsgüter	76	-13,6%	-13,8%	-34,8%	-27,0%
Automobile	86	-14,4%	-19,5%	-28,9%	-28,6%
Medien	59	-14,2%	-12,8%	-34,2%	-27,0%
Handel	76	-10,2%	-15,9%	-41,0%	-29,8%
Verbrauchsgüter	123	-11,8%	-10,8%	-14,3%	-19,4%
Nahrungsmittel/Kosmetik Einzelhandel	78	-13,0%	-12,4%	-22,8%	-24,3%
Nahrungsmittelproduktion	116	-12,1%	-11,2%	-11,6%	-18,1%
Haushaltswaren	225	-15,4%	-10,0%	-15,7%	-19,1%
Gesundheit	91	-0,9%	2,4%	-17,6%	-11,9%
Pharma	86	-0,2%	3,6%	-17,4%	-11,5%
Telekommunikation	70	-8,1%	-3,6%	-15,7%	-24,0%
Versorger	161	-7,8%	0,6%	-6,0%	-14,6%
Finanzen	82	-15,1%	-16,2%	-38,8%	-29,0%
Bank	96,1	-15,1%	-16,6%	-38,5%	-29,3%
Finanzdienstleister	75	-21,9%	-21,8%	-40,2%	-33,6%
Versicherungen	51,0	-13,6%	-14,6%	-32,1%	-23,6%
Informationstechnologie	54	-15,2%	-7,9%	-34,9%	-28,4%
IT-Services	15,3	-11,0%	-0,8%	-28,5%	-9,9%
Software	79,2	-6,7%	6,1%	-9,8%	-6,1%
Kommunikations-ausrüstung	61,1	-18,4%	-15,0%	-39,5%	-35,7%
Computer und Peripheriegeräte	46,3	-19,5%	3,0%	-25,5%	-34,3%
Halbleiterausrüstung	78,5	-16,3%	2,3%	-46,2%	-31,5%

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.: +49 221/1636-439)
Dr. Thomas Hempell (Tel.: +49 221/1636-341)
dott. Michele Morganti (Tel.: +39 040/671-599)
Vladimir Oleinikov, CFA (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, CIA (Tel.: +49 221/1636-367)
Dr. Martin Wolburg, CIA (Tel.: +49 221/1636-346)

E-Mails Deutschland:

vorname.nachname@geninvest.de

E-Mails Italien:

vorname.nachname@am.generalinvestments.com

Editor:

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

Herausgeber:

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

Redaktionsschluss:

30. Juni 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