

Markttrends

Zusammenfassung

Überblick

- Die dramatische Verschlechterung der Kreditkonditionen in den letzten Monaten hat die US-Zentralbank (Fed) dazu veranlasst, ihre Leitzinsen im September deutlich zu senken.
- Dies hat zu einer merklichen Erholung an den Finanzmärkten geführt: Die Kurse von Aktien und die Rendite von Staatsanleihen sind deutlich gestiegen.
- Wenn die Fed an ihrer jüngst eingeschlagenen Lockerung der Geldpolitik festhält, sollten die Märkte innerhalb der nächsten Wochen zusätzlichen Boden gewinnen können.
- Andererseits ist es unseres Erachtens zu früh, bereits das Ende der Krise an den Finanzmärkten zu erklären. Stattdessen halten wir an unserer Einschätzung vom September fest und bleiben nicht mehr als „verhalten optimistisch“.

Aktien

- Obwohl sich Aktien bis Mitte September insbesondere in Europa schwach zeigten, haben sich die Märkte im Verlauf des Monats positiv entwickelt.
- Auf Grund von anhaltenden kurzfristigen Risiken und Neubewertung risikoreicher Anlagen erwarten wir eine Seitwärtsbewegung für den Monat.
- Sollte der langfristige Hintergrund attraktiv bleiben, bietet ein Rückschlag eine gute Einstiegsmöglichkeit.

Bonds

- Die Bondmärkte blieben auch im September volatil. Ausgelöst durch Ängste im Hinblick auf die Stabilität der Finanzmärkte fielen die Anleiherenditen zur Mitte des Monats auf Mehrmonatstiefs.
- Seitdem stiegen die Renditen wieder merklich an. Die Stimmung gegenüber risikoreichen Anlagen drehte ins Positive, was zu einer Auflösung von Zuflüssen in Qualitätswerte führte. Als Konsequenz gingen die Renditen nach oben – am Ende des Berichtszeitraums sogar ein wenig höher als zu Beginn.
- Obwohl wir nicht glauben, dass die Finanzmarktunruhen endgültig gelöst sind, und wir weitere negative



Nachrichten vom Finanzsektor nicht ausschließen können, erwarten wir moderat steigende Anleiherenditen. Weil sich der Fokus in naher Zukunft wahrscheinlich wieder auf die Realwirtschaft richten wird, sehen wir für den Euro-Raum ein wenig mehr Aufwärtspotenzial als für die USA.

Währungen

- Ausgelöst von der überraschenden Zinssenkung der Fed fiel der Greenback unter die Marke von 1,40 USD/EUR und erreichte damit sein Allzeittief. Auf Sicht von einem Monat sehen wir zu wenige Gründe für eine Stärkung des Dollar.
- Das Britische Pfund fiel im Verlauf des vergangenen Monats auf ein 15-Monats-Tief gegenüber dem Euro, weil Spekulationen über eine weitere Leitzinsstraffung der britischen Notenbank aus dem Markt entwichen, als die Subprime-Krise auch England erreichte.
- Mit den jüngsten Indikatoren, die zeigen, dass sich die wirtschaftliche Aktivität im Euro-Raum ebenfalls abschwächt, sollte der Euro während der kommenden Wochen fest bleiben, aber nicht stärker werden.



GENERALI
Investments

Tabelle 1

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

Tabelle 2

Anleihen	aktuell	1M.	12M.
10J. Treasuries (USA)	4,58	4,65	4,90
10J. Bunds (Deutschland)	4,31	4,40	4,60
10J. JGBs (Japan)	1,62	1,65	2,00
Unternehmensanleihen	aktuell	1M.	12M.
Spread, IBOX Corporates Non Fin Index	93	90	75
Währungen	aktuell	1M.	12M.
USD/EUR	1,40	1,40	1,33
JPY/USD	115	114	110
GBP/EUR	0,70	0,70	0,69
Aktien	aktuell	1M.	12M.
S&P 500	1522	1520	1550
DJ EURO STOXX TML	372	373	385

Aktuelle Werte = Durchschnittswerte der letzten fünf Handelstage

Überblick

Während der letzten vier Wochen gerieten die Märkte zunächst unter Druck. Grund waren die anhaltende Liquiditätsknappheit im Geldmarkt – eine britische Hypothekenbank stand nahe an der Insolvenz – und die unerwartet gefallenen US-Beschäftigungszahlen. Dieses Bild hat sich dramatisch geändert, als die

Erholung nach deutlichem Zinsschritt der US-Zentralbank

US-Zentralbank den Leitzinssatz am 18. September um drastische 50 Basispunkte gesenkt hat. Die Fed erklärte diesen Schritt als Vorsichtsmaßnahme, „um einigen nachteiligen Effekten auf die Gesamtwirtschaft vorzubeugen,

die andernfalls aus den Störungen der Finanzmärkte entstehen könnten.“ Damit begegnete die Fed Befürchtungen, dass die Situation ernster sein könnte, als sich die meisten Investoren bewusst sind.

Infolge der Zinssenkung erholten sich die Aktienmärkte und die Renditen von Staatsanleihen stiegen deutlich. In den ersten beiden Tagen nach dem Zinsschritt gewann der S&P 500 3,5% und 2,3% der DJ EURO STOXX 50. Ebenso stieg die Rendite der 10-jährigen Treasuries um 22 Basispunkte und die der 10-jährigen Bundesanleihe um 20 Basispunkte. Noch wichtiger war vielleicht, dass der Renditeabstand zwischen Commercial Paper und Libor Renditen gegen die Fed Funds Rate nach der Senkung auffällig gesunken ist. Zwar ist er noch immer höher als vor der Krise; dennoch ist die Verringerung ein ermutigendes Signal wenigstens für eine gewisse Normalisierung des Geldmarktes. Angesichts dieser Entwicklungen scheinen sich die Investoren auf die Idee von einem „Bernanke put“ einzulassen.

Im Folgenden erwarten wir, dass die US-Zentralbank die Zinsen sogar noch weiter senken wird. Nach dem Schritt vom 18. September rechnen wir mit zwei weiteren Zinssenkungsschritten von jeweils 25 Basispunkten im Oktober und Dezember, so dass

die Fed Funds Rate zum Jahresende 4,25% erreichen sollte. Wenn sich diese Einschätzung bestätigt, könnten die Märkte in nächster Zeit noch mehr Boden gut machen.

Für Jubel zu früh

Trotz dieser Entwicklungen, die im Übrigen unser geringes Übergewicht auf Aktien aus dem letzten Quartal gerechtfertigt haben, ist es aus unserer Sicht zu früh zum Jubeln. Der beispiellose Liquiditätsengpass in den Geldmärkten ist das Ergebnis eines tief verwurzelten Misstrauens zwischen den Banken. Um dieses vollständig zu überwinden, wird mehr nötig sein als „nur“ ein aggressives Senken der US-Zinsraten. Völlige Transparenz über die Positionen der Finanzinvestoren in den ABS-Märkten ist gefordert – aber das braucht vor allem Zeit.

Subprime-Krise immer noch spürbar

Darüber hinaus sind die Auswirkungen der Turbulenzen auf den Finanzmärkten in den meisten Konjunkturindikatoren noch nicht erkennbar. Wir glauben, dass der letzte schwache Arbeitsmarktreport zu übertriebener Schwäche neigte. Aber wir wären

Subprime-Krise noch nicht überwunden

überrascht, wenn die Krise ohne weitere Folgen auf die Datenlage bleiben würde. Im Hinblick auf den Zeitpunkt erwarten wir die stärksten Effekte in den Veröffentlichungen von Oktober/

November. In diesem Zeitraum sollten Wachstumssorgen wieder die Aufmerksamkeit der Finanzmärkte auf sich ziehen.

Schließlich erwarten wir trotz des deutlichen Zinsschrittes nicht, dass die US-Zentralbank mit einer Lockerungspolitik beginnt, die wir aus der Vergangenheit kennen. Ausgehend von seinen Analysen seit seiner Zeit als Fed-Chef, scheint Herr Bernanke sich auf die Risiken zu konzentrieren, die aus der Schaffung von viel Liquidität entstehen, allen voran Inflation. Daher sehen

wir die Gefahr, dass Investoren bezüglich des wahrgenommenen „Bernanke put“ enttäuscht werden. Aus unserer Sicht wird die Fed nicht viel mehr tun, als die Leitzinsen einem neutralen Niveau anzunähern.

Kurzfristig sehen wir gute Chancen auf eine moderate Erholung an den Finanzmärkten. Wenn die Fed den Zins weiter senkt, sollte das die Aktienkurse von Ende Oktober an weiter stützen.

Anders als 2001 sind Aktien auf dem aktuellen Bewertungsniveau nicht überteuert, sodass sich das aktuelle Geschehen eher mit den Jahren 1995/1998 als mit der Situation 2001 vergleichen lässt. In beiden Zeiträumen konnten die Aktienmärkte nach der Zinssenkung der Fed steigen. In diesem Umfeld ist zu erwarten, dass die Anleiherenditen noch ein wenig gewinnen. Einem starken Anstieg der Renditen steht aber die lockerere Geldpolitik im Weg.

Aktien

„We've got to get in to get out“...

„Wir müssen reingehen, um herauszukommen“
... titelt der Song von Genesis, und das ist genau das, was wir augenblicklich sehen.

Wir beobachten derzeit die Neubewertung risikoreicher Anlagen, wodurch sich weitere Auswirkungen ergeben werden. Das erhöht aber auch die Chance auf einen wieder funktionierenden Kreditmechanismus. Transparenz und Hinweise auf die Verluste der Banken sind notwendig, um wieder gegenseitiges Vertrauen zu schaffen. Die Neubewertungen sind schwierig; die Stimmung kann jederzeit kippen. Hinzu kommt die Unsicherheit hinsichtlich der US-Binnennachfrage.

Was ist an den Börsen passiert?

Bis Mitte September hat der europäische Markt 2% verloren, der Topix 3%. Der S&P500 entwickelte sich seitwärts, gestützt auf sein Bewertungsmoment, das eine extreme Unterbewertung gegenüber Staatsanleihen anzeigte.

US-Zinssenkung stabilisiert die Aktienmärkte

In der zweiten Septemberhälfte haben wir keine größeren Bankschieflagen mehr gesehen, dafür einen großzügigen Zinsschnitt seitens der Fed, eine

positive Entwicklung an den Börsen der Schwellenländer sowie moderate Aktivitäten im Bereich Fusionen und Übernahmen, die halfen, den Markt zu stützen. Nach dem Zinsschritt der Fed stiegen die Inflationsängste, weshalb die 10-Jahres-Renditen um

20 Basispunkte stiegen. Auf Grund des schwachen Dollars und der Erwartungen einer Diversifikation von Geldreserven durch die „BRIC“ Staaten stieg der Preis für Gold ebenfalls, um 9%. Bei den Rohstoffen tendierten Industriemetalle weiterhin relativ schwach, was auf einen schwächeren Konjunkturverlauf hindeuten könnte. Die Zinsstrukturkurve wurde steiler und die Volatilität des Yen blieb relativ hoch, was für die Aktienkurse nicht förderlich war.

In Europa haben sich Öl, Rohstoffe, der Telekomsektor, diversifizierte Finanztitel und der Technologiesektor überdurchschnittlich entwickelt. Die Sektoren Einzelhandel, Banken und Versicherungen, Medien sowie Industrie blieben hinter dem Durchschnitt zurück.

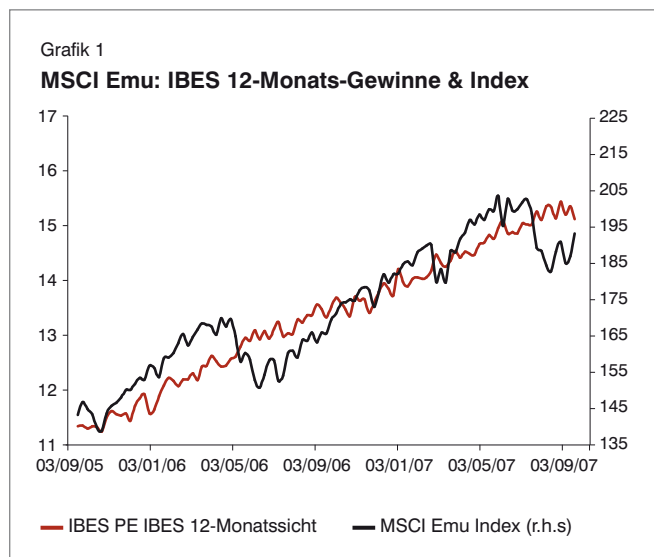
Wirtschaftliches Szenario und Neubewertung

Die Bereiche Medien und Einzelhandel zeigten sich auch in den USA schwach. Einige große US-Einzelhändler senkten ihren Ausblick und signalisierten ein steigendes Konsumrisiko. Nach den

im unteren Preissegment operierenden Anbietern Wal Mart und Home Depot verringerten auch die im mittleren Preissegment angesiedelten Einzelhändler

Schwacher US-Handelssektor

wie Target und Lowe ihre Prognose: Das Phänomen scheint um sich zu greifen und wird von geringeren Erwartungen an das Weihnachtsgeschäft, niedrigerer Bereitschaft zu Neueinstellungen seitens der Händler und geringeren Anzeigeneinnahmen gestützt.



Die US-Autoverkäufe scheinen sich in Zukunft ebenfalls abzuschwächen, sodass ein kurzer Streik bei General Motors (GM) den benötigten Produktionseinschnitt begünstigen dürfte.

Der NAHB Index, der historisch signifikanten Einfluss auf den Konsum hat, tendiert immer schwächer. Ebenso ist eine Zunahme der Ausfälle bei den guten Schuldnern zu erwarten. Dennoch bleiben wir bei unserer Einschätzung einer konjunkturellen Verlangsamung in den USA, sehen aber keine Rezession.

Vor allem die Stärke des Gewinnwachstums scheint nicht völlig von den Investoren abdiskontiert worden zu sein, die vom letzten Marktaufschwung profitiert haben. In dem Chart ist zu sehen, wie sich der Preistrend etwas erholt, aber er sich im Vergleich zum Gewinnrend schwächer entwickelt: Es ist bisher nur eine begrenzte Erholung.

Weitere Korrektur der Gewinnerwartungen nach unten

Die Gewinnerwartungen werden tatsächlich nach unten korrigiert und dieser Prozess hat erst angefangen. Die negativen Berichtigungen der Unternehmensgewinne (pro Aktie)

werden ebenfalls begleitet von abwärts gerichteten Korrekturen beim Bruttoinlandsprodukt und von ersten Neubewertungen bei LBOs, auch wenn letztere bis jetzt wie erwartet ausfallen (bei 50 bis 60 Basispunkten).

Risiken

Neben der bereits genannten konjunkturellen Verlangsamung sehen wir folgende Risiken: Neubewertungen, eine Überbewertung der Schwellenländer (China und Asien außer Japan), höhere 10-Jahres-Renditen (die den Fed-Zinssenkungen entgegenwirken), hohe Ölpreise und möglicherweise eine Verschärfung des Irankonflikts.

Positive Faktoren

M&A- und Restrukturierungsaktivitäten sind unserer Meinung nach noch nicht aus dem Blickfeld. Industriestrategischen Übernahmen, wie im Telekom- und Bankensektor gesehen, wird weiterhin eine Chance gegeben. In Asien fallen Umfragen zu M&A ebenso optimistisch aus. Insbesondere in China fördert die Regierung eine stärkere heimische Aktivität im Bereich Wagniskapital. Ebenso unterstützen staatliche Fonds. Außerdem kommen die Reformen in der EU voran: niedrigere Steuern, Arbeitsmarktflexibilisierung, mehr private Intervention bei öffentlichen Ausgaben (public private partnership als Vehikel in Deutschland) und die Reform des Sozialwesens.

Zwischenzeitlich wurde auch das asiatische Wirtschaftswachstum um 50 bis 70 Basispunkte für die Jahre 2007 und 2008 nach oben korrigiert.

Aus strukturellen Gründen ist der Ölsektor attraktiv, solange die weltweite Konjunktur stark bleibt und eine Angebotsausweitung Zeit braucht. Die Bewertungen sind nicht überzogen und das relative Gewinnmoment ist stark.

Bewertung und Schlussfolgerung

Der US-Bewertungsmoment ist wieder neutral, auch wenn die Stimmungsindikatoren weiterhin in Ordnung zu sein scheinen. Der Trend bei Metallen, die Zinsstrukturkurve und die Volatilität des Yen erwiesen sich kurzfristig als negativ für Aktien, ebenso

wie der Ölpreis. Letzterer könnte ein Hindernis darstellen für eine weitere kurzfristige Reduzierung der „impliziten Risikoprämie“. Da unsere langfristigen Bewertungsmodelle immer noch ermutigend aussehen, erachten wir einen eventuellen Dämpfer als Kaufmöglichkeit.

Aktien Japan

Japan: schwache Daten und Subprime-Turbulenzen

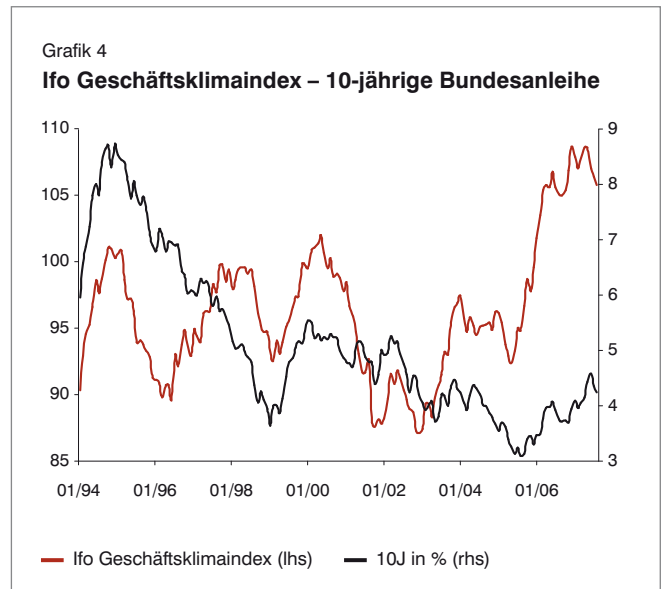
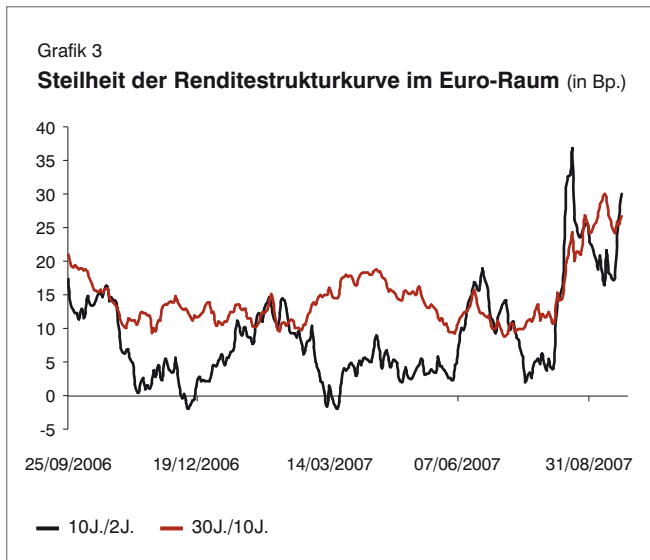
Unsere vorsichtige Haltung zu Japanischen Aktien hat sich als richtig erwiesen. Der Topix gab in den letzten Wochen um rund 3% nach. Das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes (BIP) für das zweite Quartal und vor allem die Investitionen außerhalb des privaten Bausektors wurden scharf nach unten korrigiert. Die Sechs-Monats-Änderungsrate des OECD Frühindikators verschlechterte sich weiter und signalisierte noch keine Wende an den Märkten.

Zusätzlich zu enttäuschenden Makrodaten kündigte die Mitsubishi UFJ Finanzgruppe an, dass sie ihre Wertpapierbestände aufgrund der Turbulenzen an den Kreditmärkten möglicherweise neu bewerten müssten. Obwohl die Investmentbanken in den USA recht gute Ergebnisse für das dritte Quartal gemeldet haben, erwarten wir, dass sich die Investoren auf die negativen Nachrichten der Banken weltweit konzentrieren. In den nächsten Monaten wird die Subprime-Krise die Volatilität hoch und die Märkte unter Druck halten.

Geschäftsklima bleibt stabil

Die enttäuschenden makroökonomischen Daten scheinen bisher keinen Einfluss auf das Geschäftsklima zu haben. Die Umfrage des Kabinettsbüros zu den Aussichten zeigte im Vergleich zum zweiten Quartal sowohl eine Besserung der Geschäftsbedingungen für große Firmen der verarbeitenden Industrie, als auch im Dienstleistungssektor. Für die kommenden Quartale lassen die Umfragen noch bessere Ergebnisse erwarten. Wir sehen darin einen Anhaltspunkt für ein positives Wachstum des japanischen BIP im dritten und vierten Quartal. Der starke Anstieg bei Aufträgen für Maschinen im Juli deutet in dieselbe Richtung. Der Tankan Bericht untermauerte diese Ergebnisse und zeigte eine positive Stimmung bei großen Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes.

Hauptkurstreiber für Japanische Aktien waren in der Vergangenheit ausländische Investoren. Diese könnten bei einer möglichen Verschlechterung der US-Daten im Sog der Subprime-Krise allerdings zögerlich bleiben. Für weitere Zuflüsse muss sich die konjunkturelle Lage sowohl in Japan als auch in den USA zuerst aufhellen. Wir betrachten dies für die kommenden Wochen als eher unwahrscheinlich. Positive Unterstützung könnte von der Fed kommen, von der wir einen weiteren Zinsschritt für Ende Oktober erwarten. In 75% der Fälle wurden Aktien drei Monate nach dem ersten Zinsschnitt der Fed höher gehandelt. Nachdem sich die japanischen Aktien in den letzten Wochen stark unterdurchschnittlich entwickelt haben, könnte es in nächster Zeit Spielraum für eine bessere relative Entwicklung geben.



Bonds

Die Rentenmärkte erholten sich bis Mitte September weiter. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe markierte bei 4,07% ein Mehrmonatstief, die Rendite des 10-jährigen Treasuries fiel sogar auf ihr niedrigstes Niveau seit Januar 2006 (4,32%). Die Auslöser für diese Renditeverluste waren weltweit dieselben. Die Rentenmärkte standen ganz im Zeichen der Finanzkrise, ausgelöst von der Abschwächung des US-Immobilienmarktes.

Auf und Ab der Renditen

Die Notlage an den Geldmärkten war noch nicht überwunden, und die Marktteilnehmer mieden noch immer Investitionen in Finanzanlagen. Mehr und mehr kontrollierten Ängste vor wirtschaftlichen Auswirkungen der Finanzkrise (besonders verstärkt durch den schwachen US-Arbeitsmarktbericht) die Märkte und intensivierten die Flucht in den „sicheren Hafen“ der Staatsanleihen. Schließlich signalisierten die Zentralbanken, dass sie die jüngsten Turbulenzen ernst nehmen und das Geschehen auf den Finanzmärkten bei der Entscheidung über die Geldpolitik berücksichtigen werden. Das hat besonders die Renditen am kurzen Ende der Kurve gedrückt.

Aggressiver Fed-Zinsschritt überrascht die Märkte

Mitte September tendierte die Stimmung gegenüber risikoreichen Anlagen wieder positiv. Auslöser war der erwartete Zinsschritt seitens der Fed kombiniert mit der Hoffnung, dass die US-Zentralbank eingreifen würde, um die aktuellen Fehlentwicklungen zu überwinden. Darüber hinaus zeigten sich die Ergebnisse von US-Investmentbanken besser als befürchtet, was signalisierte, dass der Finanzsektor stark genug sein würde, die Finanzkrise zu überstehen. Aktien stiegen und die Kreditspreads vieler Anlageklassen begannen wieder, enger zu werden. Der aggressive Zinsschritt der Fed von 50 Basispunkten auf 4,75% verstärkte die positive Stimmung weiter und führte zu einem fortgesetzten Aufwärtstrend bei Aktien sowie einer weiteren Annäherung der Spreads. Die Kreditspreads aller Anlageklassen sanken auf Juli-Niveaus und ließen die übertriebenen Niveaus von August weit hinter sich. Zudem entspannten sich die Bedingungen auf dem US-Geldmarkt als sich der Spread zwischen Staats- und Interbankenzinsen verringerte.

Lage am Geldmarkt entspannt

Die Situation auf den Geldmärkten des Euro-Raums ist weniger klar. Das Niveau der Interbankenrate ist zwar marginal gefallen, aber der Spread zu den entsprechenden Staatszinsen ist sogar etwas größer geworden. Insgesamt lässt das den Schluss auf einige Anzeichen von Verbesserung zu.

Die Kehrseite der Medaille ist die Auflösung von Zuflüssen in den „sicheren Hafen“. Staatsanleihen aller Fälligkeiten gaben nach und führten zu einer deutlichen Stärkung der Renditen. Allerdings verringerte sich der Anstieg der kurzfristigen Renditen als sich das allgemeine Umfeld für die Geldpolitik während der Sommermonate geändert hat. Die Fed hat ihren Lockerungszyklus bereits begonnen und wir erwarten eine Fortsetzung über die nächsten beiden Treffen. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat ihre Zinserhöhung aufgeschoben. In diesem Jahr gehen wir nicht von einer Erhöhung aus. Als Ergebnis wurden die Zinskurven sowohl im Euro-Raum als auch in den USA steiler. Die Lücke zwischen dem 10-Jahres- und dem 2-Jahres-Benchmark-Zins stieg um 6 Basispunkte auf 31 Basispunkte im Euro-Raum und um 14 Basispunkte auf 58 Basispunkte in den USA (das höchste Niveau seit Mai 2005).

Weitere Abkehr vom „sicheren Hafen“

Da die Märkte sich schneller stabilisiert haben als wir zunächst erwartet hatten, bleiben wir bei unserer Mittelfristprognose von höheren Vergleichsrenditen. Obwohl wir weitere negative Nachrichten aus dem Finanzsektor kaum ausschließen können, die weitere Zuflüsse in Qualitätsanlagen mit sich bringen würden, wagen wir zu behaupten, dass das Schlimmste vorbei ist. Mehr und mehr werden realwirtschaftliche Daten wieder in den Fokus geraten. Obwohl der Höhepunkt des wirtschaftlichen Aufschwungs im Euro-Raum höchstwahrscheinlich erreicht ist, bleiben die Aussichten für die absehbare Zukunft stabil. Außerdem ist zu erwarten, dass die Inflationsrate im Herbst aufgrund von nachteiligen Basiseffekten über die 2%-Grenze steigen wird. Schließlich gehen wir von moderat steigenden Vergleichsrenditen im Euro-Raum aus, weil Spekulationen über eine letzte

Zinsanhebung seitens der EZB die Märkte weiterhin in Bewegung halten sollten. Für die 10-jährige Bundesanleihe sehen wir ein Niveau von 4,40% auf Sicht von einem Monat.

Obwohl wir eine Rezession in den USA nicht vollständig abschließen können, basiert unsere Prognose nicht auf diesem Szenario. Vielmehr erwarten wir positive, aber sinkende US-Wachstumsraten. In diesem Fall wird die Fed die Leitzinsen nicht unter das neutrale Niveau senken und die Rendite der 10-jährigen Treasuries sollte gegen das faire Niveau tendieren.

Mit einer weiteren Stabilisierung der Finanzmärkte sollten sich die US-Zinsen – insbesondere am langen Ende der Kurve – wieder etwas erholen.

Aufgrund unterschiedlicher Haltungen der Zentralbanken sollte sich der Unterschied zwischen den USA und dem Euro-Raum am kurzen Ende der Zinskurve auf Monatssicht nivellieren. Die Differenz am langen Ende der Kurve wird zwar ebenfalls geringer werden; trotzdem erwarten wir weder kurz- noch mittelfristig eine vollständige Schließung dieses Gaps.

Währungen

In den letzten vier Wochen kam der US-Dollar massiv unter Druck. Er verließ den Handelskorridor von um 1,36 USD/EUR

US-Dollar fällt auf Rekordtief zum Euro

infolge eines extrem schlechten US-Arbeitsmarktreports für August. Er zeigte den ersten Beschäftigungsrückgang seit mehr als vier Jahren. Das führte zu vermehrten Spekulationen an den Märkten über eine stärkere als die bereits angenommene

Senkung des US-Leitzinses von 25 Basispunkten im September. Als die Fed den Leitzins tatsächlich um 50 Punkte auf 4,75% senkte, wurde der Dollar noch schwächer. Der Begleittext zum Zinsentscheid ließ die Tür für weitere Zinssenkungen offen. Daraufhin durchbrach der Dollar die 1,40 USD/EUR-Marke und der Euro erreichte seinen Höchstwert gegenüber dem Dollar seit seinem Bestehen. Wir erwarten nun eine Senkung der Fed Funds Rate auf 4,25% zum Ende dieses und auf 4,00% zum Ende nächsten Jahres. Das sollte den Dollar unter Druck halten. Auf Grund des starken Euro in Verbindung mit einer Verschlechterung der allgemeinen Stimmung infolge der Subprime-Krise im Euro-Raum wird die EZB ihre nächste Leitzinserhöhung vermutlich ins kommende Jahr verschieben. Daher erwarten wir nicht, dass der Euro in nächster Zeit weiter an Boden gewinnt. Auf 12-Monats-Sicht erwarten wir ausgehend von unserer neuen Einschätzung des Zentralbankverhaltens einen Wechselkurs von 1,33 USD/EUR, zuvor waren es 1,30 USD/EUR.

Der Pfund-Euro-Kurs ist augenblicklich von einem ähnlichen Geschehen getrieben wie der Euro-Dollar-Kurs. Der britische Finanzsektor war hart von den Auswirkungen der Subprime-Krise getroffen. Zusammen mit der zyklischen Abkühlung der britischen Konjunktur führte das zu schwindenden Zinserhöhungserwartungen. Stattdessen brachten Spekulationen über den Beginn eines Senkungszyklus seitens der Bank of England (BoE) das Pfund auf 0,70 GBP/EUR, den schwächsten Wert seit 15 Monaten. Wir erwarten den Zinsschritt nicht schon in diesem Jahr. Andererseits rechnen wir wegen des weniger positiven Ausblicks für den Euro-Raum aber auch mit keinem weiteren Verlust des Pfundes gegen den Euro.

Grafik 5
Euro-Dollar-Kurs und Ifo

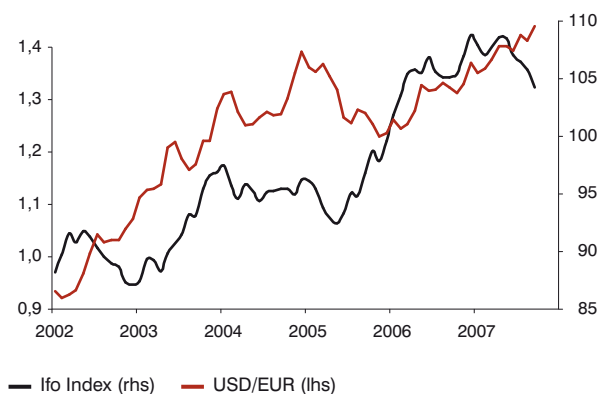


Tabelle 3

Währung Relation	aktuell 25/09/2007	Veränderungen 2006	Veränderungen 2005	Veränderungen 2004
USD/EUR	1,41	11,5%	-12,7%	12,2%
JPY/USD	114	0,9%	15,1%	6,6%
JPY/EUR	161	12,5%	0,5%	19,5%
USD/GBP	2,01	13,8%	-10,3%	12,8%
GBP/EUR	0,70	-2,0%	-2,7%	-0,5%
CHF/EUR	1,65	3,4%	0,8%	5,7%

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.generali.com

Aktien Japan: **Dr. Markus Irngartinger**

Tel.: + 49 221/1636-349

E-mail: markus.irngartinger@geninvest.de

Renten: **Dr. Florian Späte**

Tel.: + 49 221/1636-367

E-mail: florian.spaete@geninvest.de

Währungen: **Dr. Martin Wolburg**

Tel.: + 49 221/1636-346

E-mail: martin.wolburg@geninvest.de

Tabelle 4

Entwicklung der Renten, Wechselkurse und Rohstoffe

	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE* 2006
Stand:	28.09.2007				
3-Monats-Geldmarktsatz					
USA	3,72	3,91	4,68	4,77	4,89
EUR	4,07	4,10	4,10	3,35	3,65
JPN	0,56	0,66	0,64	0,34	0,45
UK	5,69	5,85	5,85	4,93	5,17
SWI	2,78	2,90	2,70	1,81	2,10
Renten					
2J. Treasuries	3,96	4,15	4,87	4,69	4,82
10J. Treasuries	4,58	4,54	5,03	4,63	4,71
2J. Bunds	4,02	4,00	4,41	3,60	3,89
10J. Bunds	4,32	4,24	4,57	3,71	3,95
2J. JGBs	0,86	0,87	1,02	0,65	0,80
10J. JGBs	1,68	1,61	1,87	1,67	1,68
2J. Gilts	5,03	5,33	5,75	4,90	5,15
10J. Gilts	5,00	5,03	5,46	4,52	4,73
2J. Bonds SWI	2,48	2,78	2,86	1,96	2,47
10J. Bonds SWI	2,98	2,93	3,15	2,38	2,46
10J. Swap Spreads					
USA	62	70	63	54	48
EUR	38	40	28	25	24
Euro Unternehmensanleihen Spreads					
JPM Credit Industrials	100	98	65	79	70
Emerging-Markets-Anleihen Spreads					
EMBI Lateinamerika	227	250	196	218	180
EMBI Asien	178	204	138	182	128
Euro EMBI Europa	59	64	48	59	47
Forex					
USD/EUR	1,43	1,36	1,35	1,27	1,32
JPY/USD	115	116	123	118	119
GBP/EUR	0,70	0,68	0,67	0,68	0,67
CHF/EUR	1,66	1,65	1,66	1,59	1,61
Rohstoffe					
Gold \$/Oz	744	673	650	596	635
Crude Oil Brent \$/Barrel	81	72	73	59	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:	28.09.2007				
Welt					
MSCI World	1171	2,9%	-0,6%	13,5%	6,4%
USA					
S & P500	1527	3,6%	1,6%	14,3%	7,6%
Dow Jones	13896	4,0%	3,6%	19,0%	11,5%
Nasdaq	2702	4,0%	3,8%	19,6%	11,8%
Europa					
DJ Euro Stoxx TMI Large	375	1,7%	-2,7%	13,9%	6,7%
DJ Euro Stoxx 50	4382	2,0%	-2,4%	12,4%	6,4%
MSCI EMU	246	1,4%	-3,1%	14,3%	6,5%
DJ Stoxx 600	378	0,5%	-4,0%	10,7%	3,5%
DJ Stoxx 50	3820	1,5%	-3,2%	7,6%	3,3%
MSCI Europe	1571	1,7%	-2,7%	12,1%	5,2%
CAC40	5716	0,9%	-5,6%	8,9%	3,1%
DAX30	7862	2,9%	-1,8%	30,9%	19,2%
MIB30	40378	-0,1%	-4,4%	5,1%	-2,9%
FTSE100	6467	2,6%	-2,1%	8,5%	4,0%
SMI	8933	0,6%	-3,0%	6,0%	1,7%
Japan					
Topix	1617	0,5%	-8,9%	0,4%	-3,8%
Asien ex Japan					
MSCI AC Asia ex Jp	685	10,3%	16,5%	51,6%	33,7%

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:	28.09.2007				
Grundstoffe	279	6,5%	2,7%	42,6%	27,7%
Energie	186	3,6%	-3,3%	10,9%	7,1%
Öl & Gas	182	3,4%	-3,7%	9,9%	6,7%
Industriegüter	189	-1,3%	-6,7%	25,2%	11,1%
Gebrauchsgüter	111	0,4%	-4,1%	16,6%	7,9%
Automobile	128	6,2%	5,4%	70,9%	47,4%
Medien	84	-2,6%	-7,4%	3,5%	-0,2%
Handel	122	-0,9%	-5,0%	2,0%	-2,5%
Verbrauchsgüter	146	0,7%	1,8%	17,8%	12,8%
Nahrungsmittel/Kosmetik Einzelhandel	103	1,1%	1,2%	20,7%	15,5%
Nahrungsmittelproduktion	134	-1,5%	1,9%	12,5%	9,6%
Haushaltswaren	271	3,2%	1,4%	21,2%	16,0%
Gesundheit	106	0,2%	-3,8%	-8,3%	-4,9%
Pharma	100	0,3%	-3,7%	-9,9%	-5,7%
Telekommunikation	88	5,8%	5,7%	27,2%	12,1%
Versorger	176	3,9%	2,4%	21,4%	10,5%
Finanzen	124	0,0%	-7,2%	-1,1%	-6,4%
Bank	145,6	-0,9%	-6,8%	-2,1%	-6,4%
Finanzdienstleister	117	3,5%	-6,2%	-3,6%	-5,2%
Versicherungen	72,3	2,7%	-3,7%	7,6%	-0,3%
Informationstechnologie	87	3,4%	4,4%	19,9%	13,8%
IT-Services	18,5	-6,1%	-13,7%	-3,0%	-13,1%
Software	93,6	3,4%	6,5%	5,0%	1,9%
Kommunikations-ausrüstung	110,1	5,4%	9,0%	31,6%	26,0%
Computer und Peripheriegeräte	60,4	0,8%	-2,8%	17,0%	-1,9%
Halbleitersausrüstung	139,1	2,4%	-4,6%	11,3%	4,2%

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

Impressum**Leiter Research:**

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

Team:

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

Dr. Florian Späte, 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 Irngartinger (Tel.: +49 221/1636-349)

Herausgeber:

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

Redaktionsschluss:

26. September 2007

Quellen der Grafiken und Tabellen:

Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen.

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

**Generali Investments Deutschland
Kapitalanlagegesellschaft mbH**

Gereonswall 68
D-50670 Köln
Tel.: +49 221 1636 1636
E-mail: service@geninvest.de