

Markttrends

Zusammenfassung

Überblick

- Die vergangenen vier Wochen waren außerordentlich strapaziös für die Märkte. So kam es nicht nur zu weiteren Bankenpleiten, sondern der US-Kongress schmetterte zudem den von der US-amerikanischen Regierung vorgelegten Rettungsplan ab.
- Wir erwarten jedoch, dass – in welcher Form auch immer – letztendlich ein Rettungspaket geschnürt wird. Damit dürften sich die Märkte etwas beruhigen. Aber auch ein letztendlicher Kompromiss wird – so oder so – nicht alle Probleme an den Kreditmärkten lösen, und der konjunkturelle Schwung lässt deutlich nach. Erleichterungsrallys werden daher nach unserer Einschätzung kurzlebig sein.
- Die wichtigsten Indikatoren für eine nachhaltige Erholung werden die Interbankensätze sein. Sie müssen erst einmal sinken, damit Refinanzierung wieder erschwinglich wird.

Aktien

- Im Anschluss an die Beinahe-Implosion des US-amerikanischen Finanzsystems und die Ablehnung des Rettungspakets durch den Kongress brachen die Märkte massiv ein. Mittlerweile flaut die Konjunktur weltweit ab, wobei Europa sogar noch weniger Spielraum aufweist als die USA.
- Die Ertragsprognosen müssen schließlich nach unten angepasst werden. Aller Wahrscheinlichkeit nach stehen wir am Beginn einer tief greifenden Abwärtskorrektur der Ertragsprognosen. Die Bewertungen sind allerdings bereits unter Druck, insofern könnte die erwartete Verabschiedung des US-amerikanischen Rettungsplans durchaus den Tiefstpunkt für den Markt markieren. Wir werden auch im nächsten Monat bei unserer vorsichtigen Haltung bleiben.

Anleihen

- Trotz der in den letzten Wochen hohen Volatilität an den Staatsanleihemärkten hat sich das Renditeniveau insgesamt wenig geändert. Die jüngsten Entwicklungen standen



vor allem unter dem Einfluss der Meldungen im Hinblick auf den weiteren Verlauf der Kreditkrise.

- Insoweit wird die hohe Ungewissheit auch in den kommenden Wochen anhalten. Da zudem keine Hoffnung auf eine Stärkung der Rahmendaten besteht, dürften die Renditen von Staatsanleihen schwächer tendieren.

Währungen

- Im letzten Monat hat der US-Dollar wie erwartet gegenüber dem Euro zugelegt. Das lag vor allem an der Verschlechterung der Konjunkturaussichten für die Eurozone sowie den fallenden Ölpreisen.
- Für die nähere Zukunft sollten sich diese Faktoren zusammen mit steigender Risikoscheu als günstig für die Währungsentwicklung erweisen, so dass der Greenback kurzfristig auf ein Wechselkursverhältnis von 1,45 USD/EUR steigen könnte.



GENERALI
Investments

Tabelle 1

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

Tabelle 2

Anleihen	aktuell	1M.	12M.
10J. Treasuries (USA)	3,75	3,70	4,50
10J. Bunds (Deutschland)	4,16	4,10	4,70
10J. JGBs (Japan)	1,48	1,45	1,90
Unternehmensanleihen	aktuell	1M.	12M.
IBOXX Corporates Non Fin Index	208	195	100
Währungen	aktuell	1M.	12M.
USD/EUR	1,46	1,45	1,35
JPY/USD	106	109	113
GBP/EUR	0,79	0,80	0,76
Aktien	aktuell	1M.	12M.
S&P 500	1181	1160	1300
MSCI EMU	96	94	105

Aktuelle Werte = Durchschnittswerte der letzten fünf Handelstage

Überblick

Während der letzten Monate hat die Finanzkrise einen neuen Höhepunkt erreicht. Nach intensiven Verhandlungen signalisierten führende Kongressabgeordnete, dass Demokraten und Republikaner einen Kompromiss für US-Finanzminister Paulsons Rettungsplan erzielt hätten. Bei seiner Vorlage im Kongress wurde der Gesetzentwurf indes unerwartet von der zweiten Kammer, dem Repräsentantenhaus, abgeschmettert. Damit trugen die US-amerikanischen Volksvertreter augenscheinlich der Ablehnung des Maßnahmenpakets in der amerikanischen Öffentlichkeit Rechnung. In Anbetracht der Kritik im Lande und einer möglichen Niederlage bei den in vier Wochen stattfindenden Präsidentschaftswahlen stimmten zahlreiche Kongressmitglieder gegen die Vorlage. Die Märkte reagierten mit schweren Kursverlusten. Der Dow Jones brach sogar stärker ein als nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001.

Nach unserer Einschätzung wird man sich letztendlich in irgendeiner Form auf ein Hilfsprogramm für problembehaftete Vermögenswerte, ein so genanntes „Troubled Asset Relief Program“ (TARP), einigen.

Man wird sich letztendlich über ein Rettungspaket verständigen müssen. Der Preis der Untätigkeit wäre einfach zu hoch

Die Risiken und wirtschaftlichen Kosten der Untätigkeit wären einfach zu hoch. Nach einigem Hin

und Her dürfte der Plan aller Wahrscheinlichkeit nach abgenickt werden. Neben seiner eigentlichen Aufgabe, nämlich die faulen Kredite und notleidenden Wertpapiere der Banken aufzukaufen, wird das TARP wohl auch eine Regelung zur Unterstützung privater Haushalte enthalten, die ihr erstes Hypothekendarlehen nicht mehr bedienen können.

Die Verabschiedung einer entsprechenden Gesetzesvorlage würde zweifelsohne die Spannungen am Markt lindern, so dass Aktienkurse und Renditen sich von ihren aktuellen Tiefständen

erholen könnten. Aus einer Vielzahl von Gründen dürften Erleichterungsrallys allerdings kurzlebig sein. Erstens ist es unwahrscheinlich, dass der überarbeitete Plan – ebenso wie sein Vorgänger – Maßnahmen zur Rekapitalisierung des Bankensystems enthält. Durch den Kauf von faulen Krediten und Wertpapieren von den Geschäftsbanken vermeidet die US-Regierung bestenfalls weitere Verluste und damit zusätzliche Belastungen des Bankkapitals. Um die Kreditfähigkeit wieder neu anzukurbeln, ist indes frisches Kapital notwendig. Zweitens wird ein letztendlicher Kompromiss – so oder so – nicht die weitere wirtschaftliche Abkühlung verhindern können. Wie wir bereits mehrfach betont haben, wird die Kreditkrise in den USA zu einer Rezession führen, die – eingedenk der jüngsten Ereignisse – wahrscheinlich tiefer und länger ausfällt, als die Märkte bisher eingepreist haben. Dies gilt auch für die Eurozone, wo das Stimmungsbild der Wirtschaft sowie die Auftragslage stark eingetrübt sind. Entsprechend haben wir unsere Wachstumserwartungen und unsere Prognosen für die Geldpolitik der EZB nach unten korrigiert. Wir gehen jetzt von einer Senkung der Leitzinsen Anfang 2009 aus. Sofern sich die jüngsten Bankprobleme im Euroraum noch verschärfen, könnte die Zinsschraube auch schon früher gelockert werden. Ein niedrigeres Wachstum in Verbindung mit rückläufiger Inflation wird die Langfristrenditen niedrig halten. Gleichzeitig wird die nachlassende Ertragsdynamik eine dauerhafte Erholung an den Aktienmärkten verhindern. Zwar wird das schließlich und endlich geschnürte Rettungspaket zu einer gewissen Entspannung an den Märkten sorgen. Es empfiehlt sich jedoch, dies in erster Linie als günstige Handelsmöglichkeit und weniger als entscheidenden Wendepunkt zu betrachten.

Schlüsselindikatoren: Interbankensätze

Die wichtigsten Indikatoren für eine nachhaltige Erholung des Finanzsystems werden die Interbankensätze sein. Angesichts des tief sitzenden Misstrauens der Banken untereinander sind

diese Sätze explosionsartig gestiegen. In der Folge schnellten die Refinanzierungskosten in die Höhe. In den USA ist der so genannte TED-Spread (die Differenz zwischen dem 3-Monats-LIBOR und dreimonatigen Treasury Bills) bereits auf 330 Basispunkte geklettert. Als Bear Stearns kollabierte, waren es noch knapp über 200 Bp. Vor der Krise lag der TED-Spread bei durchschnittlich 50 Bp. In der Eurozone beträgt die Differenz zwischen dem 3-Monats-EURIBOR und der Rendite der jeweiligen Staatsanleihen gegenwärtig 200 Bp. (gegenüber einem Niveau von normalerweise weniger als 20 Bp.). Bei den derzeitigen Niveaus läuft das Geschäftsmodell der Banken ins Leere.

Die Interbankensätze werden sich aber erst dann normalisieren, wenn das Vertrauen wieder hergestellt ist. Dazu ist nicht nur ein überzeugender Rettungsplan vonnöten, sondern auch Maßnahmen zur Zuführung frischen Kapitals. Von besonderem Interesse ist in diesem Zusammenhang die Frage, welchen Preis die US-Regierung den angeschlagenen Banken für ihre faulen Vermögenswerte zahlen wird. Bei Zugrundelegung der aktuellen Marktpreise würde sich die Belastung der Steuerzahler zwar in Grenzen halten. Preise, die eher dem Substanzwert entsprechen, würden dagegen zu einer schnelleren Überwindung der Krise beitragen.

Aktien

Wie der S&P 500 und die europäischen Aktienindizes rutschte auch der MS World Index im vergangenen Monat um 13% ab.

Im Zuge der Krise sind die Credit Spreads auf neue Höchststände geklettert. Das ist kein gutes Omen für die Aktienmärkte.

Der Topix schnitt etwas „besser“ ab (-10%). Die relative Stärke der japanischen Wirtschaft war indes weniger das Produkt tragfähiger Rahmenbedingungen, sondern vielmehr darauf zurückzuführen, dass die Märkte im letzten Monat in

erster Linie auf die Ereignisse in den USA (TARP) und in Europa (rückläufige Konjunktur) fokussierten. Insofern könnte sich der japanische Vorsprung bald verflüchtigen. Nach unserer Einschätzung entwickelt sich der japanische Markt weitgehend im Gleichschritt mit seinen US-amerikanischen und europäischen Pendanten. Solange an politischer Front keine Klarheit herrscht und sich die Einstellung zu Strukturreformen wandelt, erwarten wir hier keine echte Outperformance.

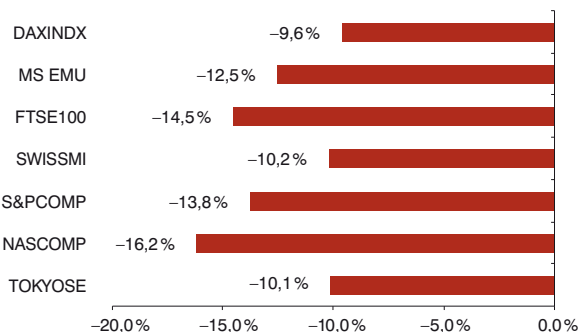
In Europa blieben Grundstoffe (-28%), Industriewerte (-18%), diversifizierte Finanzdienstleistungen (-30%) und der Technologiesektor (-18%) hinter den Erwartungen zurück, während Verbrauchsgüter, Pharma, Telekommunikation und Software überdurchschnittlich abschnitten. Im Zuge der systemischen Krise sind die Spreads von Unternehmensanleihen auf neue Rekordhochs geklettert, Ausdruck des hohen Kreditrisikos. Auch das ist kein gutes Omen für die Aktienmärkte.

Emerging Markets

Letzten Monat beschrieben wir die potenzielle Schwäche der Schwellenländervolkswirtschaften als direkte Folge der weltweiten Abkühlung. Der MS Emerging Markets Index fiel im September um 19%, da sich zunehmend die Einsicht durchsetzte, dass die Entwicklung in den Schwellenländern nicht losgelöst von der übrigen Welt stattfinden kann. Zu den Verlierern zählten insbesondere Russland (-27%) sowie europäische Schwellenländer, China und Indien mit Einbußen von je 21%. In Anbetracht des offenbaren Risikos antidemokratischer Entwicklungen in Russland bewegt sich der russische Index im Bereich der mittleren einstelligen KGVs, während die KGVs am chinesischen Aktienmarkt von 24,5 Mitte 2007 um über die Hälfte auf einen Wert von 10 gesunken sind.

Die relative Kurs-Performance des MS Asia ex-Japan verschlechterte sich deutlich. Letztendlich entsprach diese Ent-

Grafik 1
Stock Performances
Wertentwicklung seit 31.08.2008



wicklung dem relativen Rückgang der KGVs. Bislang haben sich die Wirtschaftsmeldungen aus Asien jedoch noch nicht wesentlich verschärft. Übereilte Reaktionen sind daher fehl am Platze.

Aus einer reinen Bewertungsperspektive verdienen die asiatischen Märkte (ohne Japan) jetzt keinen Aufschlag mehr im Verhältnis zu den entwickelten Märkten. Das relative KGV asiatischer Titel gegenüber US-amerikanischen Werten ist von seinem Stand von 1,05 im dritten Quartal 2007 auf nunmehr 0,45 gefallen. Entsprechend brach auch das relative langfristige Ertragswachstum ein (durchschnittliche IBES-Wachstumsschätzung für die nächsten drei bis fünf Jahre) und fiel von 1 auf 0,7.

Implosion des Finanzsystems, Rettungspaket der Regierung und abflauende Konjunktur

Die um sich greifende Kreditkrise hat nunmehr auch weitere Opfer in Europa gefordert. In Deutschland, den Niederlanden

und Irland mussten die Regierungen angeschlagenen Banken aus der Patsche helfen. Gleichwohl kommt der weiteren Entwicklung in den USA besondere Bedeutung zu. Die vorübergehende

Wir werden im kommenden Monat bei unserer vorsichtigen Haltung gegenüber Aktien bleiben.

Pattsituation war vor allem auf die bevorstehenden Wahlen zurückzuführen. In Anbetracht des massiven Kursverfalls an den Märkten ist indes in den nächsten Tagen mit einer Lösung

zu rechnen. Sowohl bei den Demokraten als auch den Republikanern besteht Erklärungsbedarf, wie es zu dieser Finanzkrise kommen konnte, die durchaus in eine massive Wirtschaftskrise münden könnte.

Bislang liegen noch keine genauen Informationen zum Inhalt eines überarbeiteten Plans vor. Ferner ist nicht ganz klar, warum die Banken sich um Intervention in Form des TARP-Rettungspakets bemühen, denn schließlich sind damit unter Umständen Verwässerung ihres Kapitals und einschneidende aufsichtsrechtliche Beschränkungen verbunden. Wenn auch die angepeilte Richtung die richtige ist (Tiefpunkt an den Märkten), bleibt doch die Ungewissheit. Positiv ist indes zu vermerken, dass weitere inhaltliche Anpassungen des Rettungsplans durchaus Regelungen zur Unterstützung einkommensschwacher Familien enthalten könnten, damit diese ihre Hypothekenschulden tilgen können. Ein solcher Schritt würde sicherlich die Zahl der Zwangsvollstreckungen begrenzen und damit zeitgleich den Preisdruck am Häusermarkt mildern. Nichtsdestotrotz werden wir im kommenden Monat bei unserer vorsichtigen Haltung bleiben, denn konjunkturelle Flaute und Abwärtskorrekturen werden sich noch verschärfen.

Die europäischen Volkswirtschaften sind im Hinblick auf ihre Geld- und Steuerpolitik weniger flexibel. Gleichzeitig fallen die konjunkturellen Vorlaufindikatoren weiter. Analysten prognostizieren für 2008 ein Nullwachstum bei den Gewinnen in Europa. Für 2009 und 2010 lauten die Prognosen dagegen auf +13% bzw. +9%. Im Durchschnitt sollte die Wachstumsrate von 2007 bis 2010 immer noch bei rund 30% liegen. Auch die wirtschaftlichen Stimmungsbarometer sind noch nicht besonders gedrückt.

Fazit

Die aktuellen Bewertungen spiegeln ein außerordentlich hohes Maß an Belastung wider. Rückläufige Inflation und eine voraussichtlich stärker gelockerte Geldpolitik werden zwar vorübergehend Erleichterung schaffen, insgesamt überwiegen jedoch die systemischen Risiken. Das zeigt sich u. a. am TED-Spread, der mittlerweile seinen höchsten Stand aller Zeiten erreicht hat. Wir empfehlen, auch im nächsten Monat an einer vorsichtigen Herangehensweise festzuhalten.

Tabelle 3

MS Europe, Aktienrendite		29.9.08			
	2007	2008	2009	2010	2010/2007
MSCI Eurp Auto	8,6	8,4	8,7	10,0	16,4%
MSCI Eurp Banks IG	11,4	10,0	10,7	11,8	3,7%
MSCI Eurp Cap Gds	11,1	12,2	13,6	15,1	36,0%
MSCI Eurp Div Fin IG	5,6	2,7	6,2	7,0	24,5%
MSCI Eurp Energy IG	13,4	17,3	17,5	18,0	35,0%
MSCI Eurp Fd/Drug Tob	7,3	7,6	8,5	9,4	29,6%
MSCI Eurp Fd/Drug Ret.	4,3	4,5	5,0	5,6	31,1%
MSCI Eurp Insurance	6,3	5,2	6,1	6,5	3,5%
MSCI Eurp Materials	16,9	21,5	25,3	26,7	58,3%
MSCI Eurp Media IG	4,2	4,3	4,7	5,2	23,1%
MSCI Eurp Pharma	5,0	5,6	6,1	6,7	32,3%
MSCI Eurp Real Est.	7,5	8,8	9,6	8,5	13,9%
MSCI Eurp Retailing	5,2	4,8	5,1	5,7	8,5%
MSCI Eurp Soft.	2,1	2,5	2,8	3,2	51,2%
MSCI Eurp SemilG	3,1	-1,5	4,7	6,4	104,6%
MSCI Eurp Tlc	4,8	5,1	5,5	5,9	22,4%
MSCI Eurp Tch Hardw.	3,9	4,2	4,8	5,3	33,6%
MSCI Eurp Utilities	9,1	9,1	10,3	11,5	26,3%
MSCI EUROPE	104,5	104,5	118,4	129,0	23,5%
Durchschnitt					30%

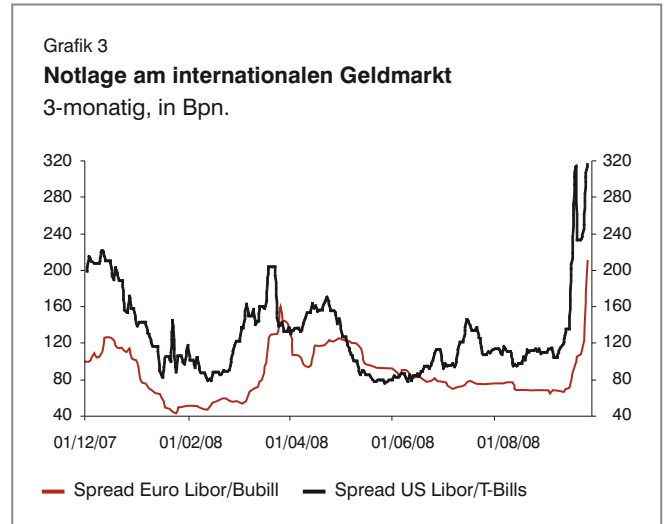
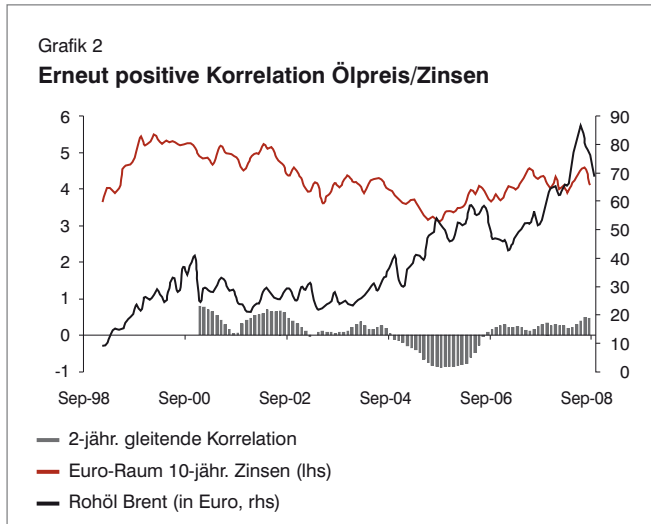
Anleihen

Die Finanzkrise hat sich im September nochmals verschärft. Während die Märkte auf die faktische Verstaatlichung der US-amerikanischen Government Sponsored Enterprises (GSE) verhalten reagierten, löste die Pleite von Lehman Brothers eine Flucht in „sichere Häfen“ aus. Auch die ein paar Tage später erfolgte Rettung von AIG und konzertierte Aktionen verschiedener Zentralbanken konnten die Lage nicht wesentlich verbessern. Infolgedessen fiel die Benchmark-Rendite zehnjähriger US-Schatzanleihen über Nacht auf unter 3,3%, während ihr europäisches Pendant knapp 3,95% rentierte. Die Risikoaufschläge schossen dagegen in die Höhe, ein klares Zeichen für Panik an den Märkten. Der Paulson-Plan konnte die Situation vorübergehend stabilisieren, und insbesondere Staats-

anleihen verloren an Boden. Insgesamt liegen die aktuellen Renditen nicht weit entfernt von den im August erzielten Werten. Die Spread-Levels haben sich nur moderat verengt und verharren auf hohem Niveau. Das ist ein klares Zeichen dafür, dass die Finanzmärkte noch nicht zur Normalität zurückgekehrt sind und das System weiterhin mit Belastungen zu kämpfen hat.

Konjunkturaussichten stützen Anleihemärkte

Unserer Einschätzung nach werden sich die anhaltende Konjunkturlaute sowie ein weiterer Rückgang der Kerninflationsrate für die Staatsanleihemärkte als günstig erweisen. Die positiven Impulse, die man sich in den USA von den Steuererleichterungen versprach, schwinden bereits. Gleichzeitig werden die notwendigen Anpassungen beim privaten Konsum die Wirtschaftsdaten belasten. In der Eurozone muss man mit einer



technischen Rezession rechnen, und bislang gibt es keinerlei Hinweis auf eine baldige Besserung der Wirtschaftsmeldungen. Zudem hat die Inflationsentwicklung sowohl in den USA als auch in der Eurozone bereits ihren Höhepunkt überschritten. Da wir davon ausgehen, dass der Ölpreis weiter rutscht und sich somit günstig auf die Inflationsentwicklung auswirkt, haben jetzt auch die Anleihemärkte mehr Spielraum, um in den nächsten Wochen wieder höher zu tendieren. Angesichts des bereits erreichten Renditeniveaus (vor allem in den USA) sollte ein Rückgang der Renditen moderat ausfallen. Die Anleihemärkte der Eurozone erscheinen momentan im Verhältnis zum US-Markt vergleichsweise attraktiv. Unsere Prognosen beruhen auf der Annahme, dass – so oder so – ein Rettungsplan verabschiedet und in Kürze umgesetzt wird. Weitere Verzögerungen würden die Flucht in „sichere Häfen“ verstärken und damit einen noch markanteren Renditeschwund zur Folge haben. In jedem Fall sollten sich Investoren bis auf weiteres auf wechselhafte Märkte gefasst machen, da weiterhin hohe Ungewissheit herrscht und der Nachrichtenfluss sich jederzeit verkehren könnte.

Anhaltende Probleme im Bankensektor

Während die Aktien- und Staatsanleihemärkte umgehend auf die Ankündigung des Paulson-Plans reagierten, verharrten die Spreads im Finanzsektor in etwa auf dem Niveau ihrer jüngsten Höchststände. In einigen Fällen wurden kürzlich sogar neue

Höchststände erzielt. Wir betrachten dies als Hinweis darauf, dass die Marktteilnehmer Wirksamkeit und Erfolg des Plans bezweifeln. Die Ablehnung des Plans im Reprä-

Anhaltende Probleme im Bankensektor unterstreichen Attraktivität von Staatsanleihen

äsentantenhaus bestätigte diese Einschätzung. Gleichwohl sind wir der Auffassung, dass die politischen Entscheidungsträger in den USA das Ausmaß des Problems erkannt haben und alles daransetzen werden, den entsprechenden Gesetzesentwurf – wenn auch in abgeschwächter Form – zu verabschieden.

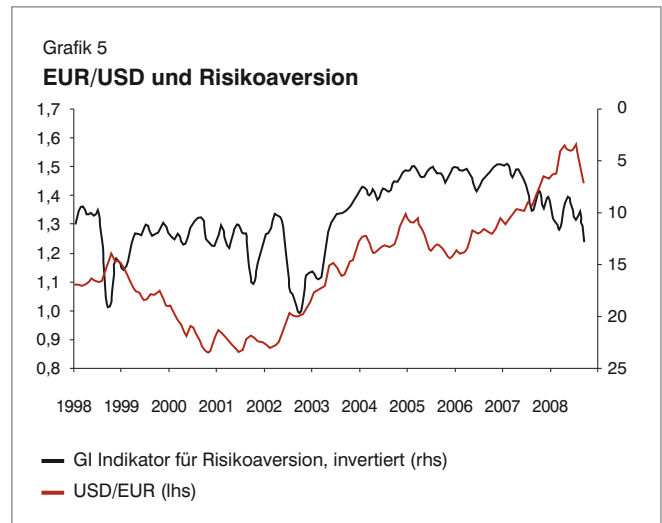
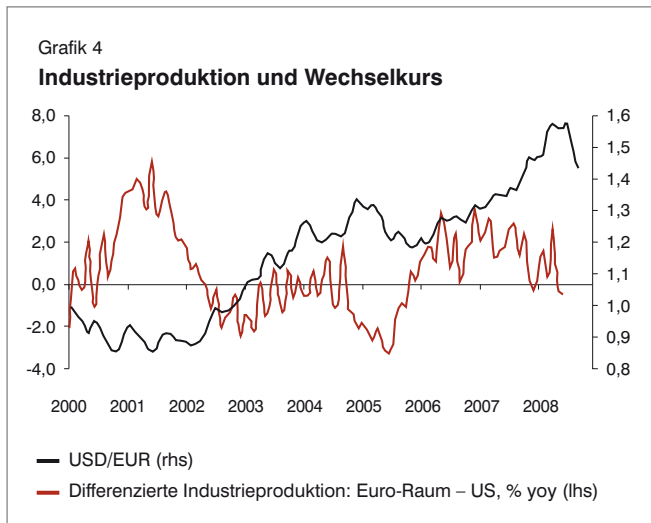
Die Risikoaufschläge für Finanzwerte sollten sich daher in geringerem Maße verengen, als dies ansonsten der Fall gewesen wäre. Zu den Kalamitäten im US-amerikanischen Bankensektor gesellen sich nun zunehmende Probleme bei den europäischen Banken. Nachdem Fortis und Hypo Real Estate bereits am Rande des Zusammenbruchs standen, breitet sich die Bankenkrise

zusehends in Europa aus. Aller Wahrscheinlichkeit nach werden noch weitere Banken in der Eurozone ins Trudeln geraten. Bislang haben die politischen Instanzen noch kein schlüssiges Maßnahmenpaket zur Bewältigung der Krise vorgelegt. Die Unsicherheit am Markt ist daher noch ausgeprägter.

Staatsanleihen bleiben attraktiv

Im kommenden Monat sollte sich die Kombination aus anhaltenden Problemen im Bankensektor und schwachen, wenn nicht sogar schlechteren Wirtschaftsdaten als günstig für Staatsanleihen erweisen. Nach unserer Einschätzung werden die Renditen zehnjähriger US-Schatzanleihen auf 3,70% zurückgehen, während die Renditen zehnjähriger Bundesschatzbrieife auf 4,10% fallen dürften. Damit bliebe der transatlantische Spread weitgehend unverändert.

Hierbei handelt es sich allerdings um eine kurzfristige Einschätzung, die vor allem den Schwierigkeiten im Bankensektor Rechnung trägt. Die Kursentwicklung in diesem Sektor ist immer noch durch so genannte „Tail Risks“ geprägt, d. h. Risiken mit geringer Wahrscheinlichkeit, aber hohem Verlustpotenzial. Mittelfristig wird dies nicht aufrechtzuerhalten sein; eine erhebliche Reduzierung der Risikozuschläge ist daher wahrscheinlich, wenn auch die Tiefstände vom vergangenen Frühjahr vorerst wohl unerreichbar bleiben. Bei einem wesentlichen Rückgang der Risikoprämien würden die sicheren Anlagen in Form von Staatsanleihen wieder an Attraktivität verlieren und ihre Renditen erneut steigen.



Währungen

Der US-Dollar hat letzten Monat noch weiter gegenüber dem Euro zugelegt. Bei einem aktuellen Wechselkurs von 1,46 USD/

Abkühlung in der Eurozone und Probleme im Bankensektor schwächen den Euro

EUR ist die amerikanische Währung sogar etwas stärker als zunächst erwartet. Vor dem Hintergrund der sich verschärfenden Kredit-

krise und der Schwierigkeiten bei der Verabschiedung des US-amerikanischen Rettungspakets mutet die Stärkung des Dollar durchaus überraschend an. Schließlich war der Greenback nach der Lehman-Pleite auf 1,48 USD/EUR gefallen. Bedenkt man allerdings die Tragweite dieses Ereignisses und die anhaltenden Negativmeldungen aus der US-Finanzbranche, dann erscheint dieser Verlust eher moderat.

Was dem US-Dollar zurzeit vor allem Auftrieb verschafft, sind die deutliche Verschlechterung der Konjunkturaussichten in der Eurozone und das Übergreifen der Kreditkrise. Wichtige Stimmungsbarometer, wie der deutsche ifo-Geschäftsklima-Index und die Purchasing Managers Indizes (PMI), gingen deutlich zurück und hinterlassen den Eindruck einer stark abflauenden Konjunktur. Mit dem Beinahezusammenbruch von Fortis und Hypo Real Estate wurde klar, dass die US-Krise Europa nicht nur in Form verlangsamten Wachstums betrifft. Insgesamt trug diese Entwicklung zu einem Anstieg der weltweiten Risikoscheu bei, die im Schnitt die US-Währung begünstigt. Dieser Faktor dürfte weiterhin im Vordergrund stehen, je stärker sich die gesamtwirtschaftlichen Folgen der Kreditkrise in der übrigen Welt abzeichnen. So fiel die japanische Handelsbilanz vor allem wegen der rückläufigen Exporte in die USA im August negativ aus. Im Hinblick auf die geldpolitische Entwicklung nehmen die Spekulationen zu, dass die EZB in Kürze die Leitzinsen senken wird, da die Eurozone stärker als erwartet von der konjunkturellen Abkühlung betroffen zu sein scheint. Auch dies schwächt den Euro. Und schließlich besteht angesichts der fallenden Erdölpreise weniger Veranlassung, Einnahmen aus dem Ölgeschäft in andere Währungen, wie z. B. den Euro, zu diversifizieren.

Insgesamt erwarten wir, dass der US-Dollar im nächsten Monat gegenüber dem Euro noch leicht an Boden gewinnt und auf 1,45 USD/EUR steigt. Dabei darf man allerdings nicht vergessen, dass dies lediglich auf die relative Schwächung der Eurozone zurückzuführen ist und nicht etwa auf attraktive Rahmendaten der US-Wirtschaft. Im Gegenteil wird der US-Dollar nach unserer Einschätzung noch eine Weile unter seinem Fair Value gehandelt werden, solange die verschiedenen strukturellen Probleme der amerikanischen Volkswirtschaft nicht ausgeräumt sind. In Zeiten wachsender Risikoscheu dürfte auch der Schweizer Franken an Boden gewinnen. Dies gilt umso mehr, als der Franken im Verhältnis zum Euro noch unterbewertet ist. Wir erwarten hier in Monatsfrist einen Anstieg auf 1,58 CHF/EUR.

Autoren:

Überblick: **Dr. Klaus Wiener**

Tel.: + 49 221/1636-340

E-mail: klaus.wiener@geninvest.de

Aktien: **dott. Michele Morganti**

Tel.: + 39 040/671-599

E-mail: michele.morganti@am.general.com

Anleihen: **Dr. Florian Späte, CIIA**

Tel.: + 49 221/1636-367

E-Mail: florian.spaete@geninvest.de

Währungen: **Dr. Martin Wolburg, CIIA**

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* 2007
Stand:	30.09.2008				
3-Monats-Geldmarktsatz					
US 3M Libor	4,05	2,81	2,78	5,23	4,70
EUR Eonia	4,17	4,36	4,27	4,16	3,92
EUR 1M Libor	5,04	4,50	4,44	4,41	4,28
EUR 3M Libor	5,27	4,96	4,95	4,79	4,68
JPN 3M Libor	1,02	0,88	0,93	1,03	0,90
UK 3M Libor	6,30	5,75	5,95	6,30	5,99
SWI 3M Libor	2,96	2,75	2,79	2,79	2,76
Renten					
2J. Treasuries	1,99	2,36	2,61	3,96	3,07
5J. Treasuries	2,98	3,07	3,33	4,23	3,46
10J. Treasuries	3,79	3,80	3,98	4,58	4,03
2J. Bunds	3,49	4,11	4,56	4,02	3,96
5J. Bunds	3,77	4,09	4,62	4,17	4,12
10J. Bunds	4,01	4,17	4,58	4,32	4,33
2J. JGBs	0,76	0,72	0,80	0,86	0,71
5J. JGBs	1,05	0,97	1,18	1,19	1,01
10J. JGBs	1,46	1,41	1,60	1,68	1,50
2J. Gilts	4,00	4,49	5,22	5,03	4,35
5J. Gilts	4,19	4,46	5,19	5,03	4,46
10J. Gilts	4,44	4,47	5,13	5,00	4,50
2J. Bonds SWI	0,24	1,58	1,77	2,48	2,20
5J. Bonds SWI	2,13	2,56	2,95	2,71	2,73
10J. Bonds SWI	2,51	2,88	3,27	2,98	2,97
10J. Swap Spreads					
USA	67	68	70	62	64
EUR	66	50	45	38	39
Euro Unternehmensanleihen Spreads					
JPM Credit Industrials	236	164	154	100	129
Emerging-Markets-Anleihen Spreads					
EMBI Lateinamerika	470	344	313	227	275
EMBI Asien	375	295	309	178	214
Euro EMBI Europa	140	103	111	59	73
Währungen					
USD/EUR	1,41	1,47	1,58	1,43	1,46
JPY/USD	106	109	106	115	112
GBP/EUR	0,79	0,81	0,79	0,70	0,73
CHF/EUR	1,58	1,62	1,60	1,66	1,66
Rohstoffe					
Gold \$/Oz	878	835	923	744	836
Crude Oil Brent \$/Barrel	94	113	139	81	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:	30.09.2008				
Welt					
MSCI World	859	-11,0%	-11,8%	-26,7%	-24,1%
USA					
S&P 500	1166	-9,1%	-8,9%	-23,6%	-20,6%
Dow Jones	10851	-6,0%	-4,4%	-21,9%	-18,2%
Nasdaq	2092	-11,6%	-8,8%	-22,6%	-21,1%
Europa					
DJ Euro Stoxx TMI Large	254	-10,9%	-11,1%	-32,4%	-32,0%
DJ Euro Stoxx 50	3038	-9,7%	-9,4%	-30,7%	-30,9%
MSCI EMU	166	-11,4%	-11,9%	-32,7%	-31,9%
DJ Stoxx 600	256	-11,1%	-11,5%	-32,2%	-29,8%
DJ Stoxx 50	2635	-9,6%	-9,3%	-31,0%	-28,5%
MSCI Europe	1104	-11,9%	-11,8%	-29,7%	-28,4%
CAC40	4032	-10,0%	-9,1%	-29,5%	-28,2%
DAX30	5831	-9,2%	-9,2%	-25,8%	-27,7%
MIB30	26025	-12,1%	-14,7%	-35,5%	-33,1%
FTSE100	4902	-13,0%	-12,9%	-24,2%	-24,1%
SMI	6655	-8,1%	-4,4%	-25,5%	-21,6%
Japan					
Topix	1087	-13,3%	-17,6%	-32,7%	-26,3%
Asien ex Japan					
MSCI AC Asia ex Jp	439	-14,1%	-19,7%	-35,9%	-36,4%

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:	30.09.2008				
Grundstoffe	186	-26,1%	-34,9%	-33,5%	-33,5%
Energie	147	-15,4%	-22,6%	-20,7%	-23,7%
Öl & Gas	147	-14,7%	-22,0%	-19,6%	-23,2%
Industriegüter	125	-16,3%	-14,9%	-33,8%	-33,4%
Gebrauchsgüter	72	-9,6%	-5,3%	-35,5%	-30,8%
Automobile	89	-1,0%	3,0%	-30,5%	-26,5%
Medien	56	-13,1%	-6,2%	-33,3%	-31,5%
Handel	66	-13,5%	-13,0%	-46,0%	-38,9%
Verbrauchsgüter	125	-2,3%	1,5%	-14,6%	-18,2%
Nahrungsmittel/Kosmetik Einzelhandel	77	-3,6%	-1,5%	-24,9%	-25,4%
Nahrungsmittelproduktion	122	-0,2%	4,7%	-9,1%	-14,2%
Haushaltswaren	235	-3,3%	4,0%	-13,6%	-15,9%
Gesundheit	92	-5,8%	1,2%	-13,3%	-10,9%
Pharma	87	-6,0%	1,2%	-13,1%	-10,4%
Telekommunikation	64	-7,4%	-8,8%	-27,3%	-30,7%
Versorger	144	-8,9%	-10,9%	-18,2%	-23,9%
Finanzen	75	-11,3%	-8,2%	-39,4%	-34,8%
Bank	89,9	-10,2%	-6,5%	-38,3%	-33,9%
Finanzdienstleister	54	-26,5%	-27,2%	-53,6%	-51,7%
Versicherungen	49,3	-5,9%	-3,3%	-31,8%	-26,1%
Informationstechnologie	50	-17,5%	-8,3%	-42,8%	-34,3%
IT-Services	14,1	-15,9%	-7,7%	-23,5%	-16,8%
Software	87,3	-2,4%	10,2%	-6,7%	3,4%
Kommunikations-ausrüstung	52,6	-22,7%	-13,9%	-52,2%	-44,7%
Computer und Peripheriegeräte	42,3	-14,7%	-8,5%	-29,9%	-39,9%
Halbleitersausrüstung	65,7	-25,0%	-16,3%	-52,8%	-42,7%

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)

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 Siepmann (Tel.: +49 221/1636-342)

Dr. Florian Späte, CIIA (Tel.: +49 221/1636-367)

Dr. Martin Wolburg, CIIA (Tel.: +49 221/1636-346)

E-Mails Deutschland:

vorname.nachname@geninvest.de

E-Mails Italien:

vorname.nachname@am.generalinvest.com

Editor::

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

Herausgeber:

Generali Investments Research & Strategy Department

Köln, Deutschland · Triest, Italien

Gereonswall 68, D-50670 Köln

Redaktionsschluss:

30. September 2008

Quellen der Grafiken und Tabellen:

Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen.

Generali Investments, Köln/Triest 2008 · 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