

Markttrends

Zusammenfassung

Überblick

- Dank massiver staatlicher Anstrengungen in den vergangenen beiden Monaten konnte das systemische Risiko im Finanzsystem reduziert werden. Die sich abzeichnende schwere Rezession belastete die Märkte allerdings weiterhin.
- Dies gilt vor allem für die Renditen langfristiger Staatsanleihen. Hier wirkte sich der Drang zu Sicherheit und Liquidität besonders belastend aus. Auch Aktien, die bereits massive Kursstürze hinnehmen mussten, verloren während der letzten vier Wochen weiter an Boden.
- Der Druck auf die Märkte dürfte künftig noch steigen. Das liegt in erster Linie an der drastischen Schrumpfung der Wirtschaftstätigkeit, der Angst vor einer Deflation und weiteren Abschreibungen auf die Bankbestände.
- Im Ergebnis sollten die Renditen von Bundesanleihen und US Treasuries weiter fallen, sogar über die bereits erreichten historischen Tiefststände hinaus. Bei Aktien erwarten wir einen nochmals niedriger tendierenden Trading Market.

Aktien

- Die volkswirtschaftlichen Meldungen sind außerordentlich negativ, und künftige Gewinnwarnungen werden zusätzlichen Druck schaffen. Staatliche Maßnahmenpakete reichen nicht aus, um die Investorenschaft auf kurze Sicht zu beruhigen.
- Die Bewertungslücken sind jetzt ausgeprägter als zuvor, und die Märkte preisen bereits ein „Worst-Case“-Szenario bei der KGV-Entwicklung ein. Eine „Große Depression“ ist dabei noch gar nicht berücksichtigt. Aus der Analyse der relativen Risikoaufschläge ergibt sich eine etwas günstigere Bewertung von Aktien gegenüber Unternehmensanleihen. Wir erwarten daher lustlos tendierende und von starker Volatilität geprägte Märkte, die unsere neutrale Einschätzung von Aktien rechtfertigen.
- Gleichwohl sollten Aufwärtspotenziale zur Gewinnmitnahme genutzt werden.

Anleihen

- Die Renditeentwicklung verlief im November nur in eine Richtung: abwärts. Anleihen aller Laufzeitbänder zogen vor dem Hintergrund einer aggressiveren zinspolitischen Lockerung,



enttäuschenden Wirtschaftsdaten und Deflationssorgen erheblich an.

- Trotz des starken Renditerückgangs sollten sich die Anleihemärkte in den kommenden Monaten positiv entwickeln. Die wichtigsten die Anleihemärkte stützenden Faktoren dürften bis auf weiteres bestehen bleiben.
- Aufgrund seiner langen Duration schnitt unser Portfolio im November ausgesprochen positiv ab. Kurz vor Jahresende bleiben wir bei unserer Empfehlung, auf lange Duration zu setzen.
- Da sich die Renditekurven in den letzten Tagen wiederum verflacht haben, schlossen wir unseren Euro-Steepener, um die erzielten Gewinne zu sichern. Wir halten steilere Swap-Kurven auf beiden Seiten des Atlantiks für möglich. Insofern empfehlen wir, die entsprechenden Handelspositionen einzugehen.

Währungen

- Als Ausgleich für die rückläufigen US-Fundamentaldaten erwartet man einen stetigen Rückfluss von Kapital aus dem Euro-Raum. Der Wechselkurs USD/EUR sollte über einen Zeithorizont von einem Monat seitwärts tendieren.
- Der Yen gewann im vergangenen Monat – wenn auch nur langsam – an Boden. Da die negativen Folgen der anhaltenden Kreditkrise sich nun auch in Asien deutlich bemerkbar machen, dürfte dieser Trend die Rahmendaten auf kurze Sicht maßgeblich beeinflussen.



GENERALI
Investments

Tabelle 1

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

Tabelle 2

Anleihen	aktuell	1M.	12M.
10J. Treasuries (USA)	3,16	2,90	3,50
10J. Bunds (Deutschland)	3,34	3,10	3,70
10J. JGBs (Japan)	1,41	1,30	1,50
Unternehmensanleihen	aktuell	1M.	12M.
IBOXX Corporates Non Fin Index	344	350	260
Währungen	aktuell	1M.	12M.
USD/EUR	1,28	1,28	1,35
JPY/USD	96	94	110
GBP/EUR	0,85	0,84	0,80
Aktien	aktuell	1M.	12M.
S&P 500	830	820	950
MSCI EMU	69	69	80

Aktuelle Werte = Durchschnittswerte der letzten fünf Handelstage

Überblick

Im vergangenen Monat verlagerte sich das Augenmerk des Marktes. Stand zunächst noch die Angst vor einer möglichen Implosion des Finanzsystems im Vordergrund, so fürchtet man

Die Verschärfung der globalen Rezession belastet die Finanzmärkte

jetzt vor allem eine tiefe und lang anhaltende Rezession. Bestärkt werden diese Befürchtungen durch die jüngsten Wirtschaftsmeldungen, wonach die Weltkonjunktur dramatisch an Schwung verliert.

In vielen Teilen der Welt – aber vor allem in den USA – sind die Konjunkturbarometer rapide auf die niedrigsten Stände seit mehreren Jahrzehnten gefallen. Dies zeigt deutlich, dass die negative Rückkopplung zwischen Kreditkrise und Realwirtschaft immer noch besteht und zu den von uns seit geraumer Zeit vorausgesagten Zweitrundeneffekten der Kreditkrise führt. In der ersten Phase standen die Märkte infolge der massiven Abschreibungen auf die so genannten Mortgage Backed Securities, also hypothekarisch besicherte Anleihen, und dem darauf folgenden Zusammenbruch des Interbankenmarktes unter Druck. In der zweiten Phase, in der wir uns zur Zeit befinden, belastet die sich vertiefende Rezession das Marktgeschehen. Aufgrund der engen Handelsbeziehungen rund um den Globus lässt die Wirtschaftsentwicklung jetzt sogar in Asien nach, obwohl die asiatischen Volkswirtschaften von der Kreditkrise zunächst halbwegs verschont geblieben waren.

Infolgedessen stehen die Märkte zwar nicht im gleichen Maße unter Druck, wie dies noch Ende September/Anfang Oktober der Fall war, aber das Abgleiten in eine schwere Rezession ist deutlich spürbar. Dies gilt vor allem für die Staatsanleihemärkte, wo die Renditen infolge schwächeren Wachstums, nachlassenden Inflationsdrucks und aggressiver zinspolitischer Lockerung stark zurückgehen. Die anhaltende Hinwendung zu Qualitätswerten bzw. zu als sicher geltenden Werten drückt auf die Renditen großer hoheitlicher Emittenten, vor allem Treasuries und

Bundesanleihen. So fielen die Renditen 10-jähriger US-Schatzanleihen von 3,7 % Ende Oktober auf nunmehr unter 3 %. Auf diesem Niveau liegen die Renditen sogar unter der Talsohle von 2003 (3,1 %), als sich die Deflationsdebatte in vollem Schwung befand. Und wenn auch die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen noch etwas darüber liegen, so sind sie zumindest nicht weit von ihrem tiefsten Stand im September 2005 (2,99 %) entfernt. Die Aktienmärkte waren im vergangenen Monat vergleichsweise stabiler, aber insgesamt betrachtet fielen auch hier die Kurse.

Zahlreiche besorgniserregende Faktoren bleiben

Die erheblichen Rückgänge bei Renditen und Aktienkursen in den letzten Wochen könnten durchaus eine – zumindest technische – Korrektur erwarten lassen. Bislang zeichnen sich allerdings noch keine aussagekräftigen Trends ab, die diese Tendenzen auf kurze Sicht umkehren könnten. Die größten Sorgen bereitet uns dabei zunächst die sich verschärfende Rezession. Wir erwarten dementsprechend für Anfang 2009 eine außerordentlich schwache Q4-Berichtssaison. Nach unserem Dafürhalten fallen die Konsensschätzungen immer noch zu hoch aus.

Ferner haben Mortgage Backed Securities – ob im Wohn- oder Gewerbeimmobiliensektor – in den letzten Wochen noch weiter an Wert verloren. Ausgelöst wurde dieser Wertverfall durch die Ankündigung von US-Finanzminister Paulson am 12. November, das Hilfsprogramm für problembehaftete Vermögenswerte („Troubled Asset Relief Program“, TARP) einzustellen. Seitdem hat sogar der AAA-Sektor weiter an Boden verloren. Auch für das erste Quartal 2009 muss man daher mit erneuten Verlusten im Bankensektor rechnen. Mittlerweile stehen auch herkömmliche Darlehensbestände unter Druck, da zunehmend Kreditnehmer mit erstklassiger Bonität ins Straucheln geraten. In den USA haben sich die Gesamtverluste aus Darlehens- und Leasinggeschäften bislang in Grenzen gehalten. Angesichts steigender Arbeitslosenzahlen wird da noch einiges auf uns

zukommen. Vor diesem Hintergrund sollte der Anleihemarkt für große Emittenten weiterhin ein günstiges Umfeld bieten. Im Gegensatz dazu bleibt der Spread bei Anleihen von Emittenten aus Randmärkten ebenso wie der von Unternehmensanleihen auskömmlich. In Anbetracht der Bemühungen hoheitlicher und privater Emittenten, ihren zunehmenden Finanzierungsbedarf

am Markt zu decken, könnten sich diese Spreads sogar noch stärker ausweiten. Die Aktienmärkte sollten zwar von günstigeren Bewertungen profitieren, stehen jedoch aus den bereits genannten Gründen unter anhaltendem Druck. Wir bleiben bei unserer Empfehlung, (vorübergehende) Erholungsphasen zum Verkauf von Risikowerten zu nutzen und umgekehrt.

Aktien

Aktienrenditen

Nach einer kurzfristigen Kurserholung von 6% in der ersten Novemberwoche fielen die Aktienmärkte im weiteren Verlauf des Monats um rund 8 bis 10%.

Aktien setzten im November ihren Abwärtstrend fort

Werte aus Emerging Europe mussten Einbußen von 17% hinnehmen. Möglicherweise infolge des für die nächsten zwei Jahre angekündigten

590-Milliarden-Programms konnten chinesische Aktienwerte ihr Kursniveau behaupten. Die Dynamik deflationärer Trends nahm zu: Bei gleichzeitig rückläufigen Verbraucherpreisindizes purzelten die Rohstoffpreise um 12% und der Erdölpreis sogar um 17%. Sowohl die Renditen von Dreimonats- als auch Zehnjahresanleihen sanken um 80 Basispunkte („Bp.“).

Die Spreads von Unternehmensanleihen legten um knapp 20 Bp. zu, europäische Hochzinsanleihen um 90 Bp. und

Kein nachhaltiges Aufwärtspotenzial an den Aktienmärkten

US-amerikanische High Yields sogar um unglaubliche 400 Bp. Die Erträge befinden sich bereits im freien Fall, aber die Erwartungskomponente des

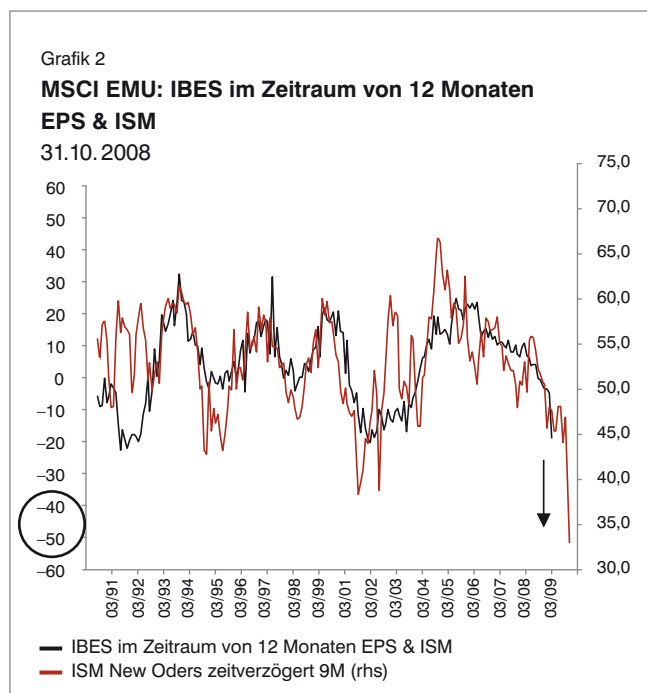
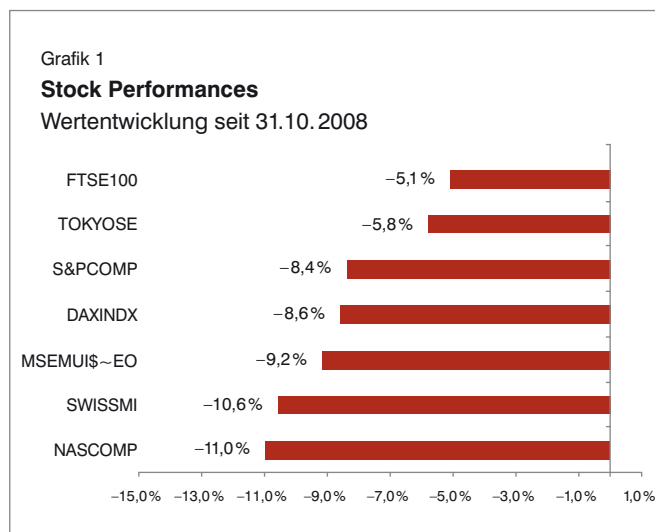
ISM-Konjunkturindikators deutet darauf hin, dass es hier noch sehr viel weiter nach unten gehen kann (siehe Grafik). Kurzum: Wohin man auch blickt, findet eine rapide und weitreichende Verschlechterung der volkswirtschaftlichen Rahmendaten statt.

Kreditängste

Auch die Kreditausfälle nehmen zu, und obschon Investoren am Primärmarkt einen größeren Risikoappetit an den Tag legen, sind dafür höhere Spreads in Kauf zu nehmen. Dies führt wiederum zu einer Preisanpassung am sekundären Kassamarkt. Dieser Trend dürfte sich fortsetzen und bis auf weiteres die Anlegerstimmung an den Aktienmärkten drücken. Betrachtet man beispielsweise den Automobilsektor, so hat man angesichts der extrem niedrigen KGVs den Eindruck, dass das Schlimmste bereits eingepreist sei. Zwar verfügen die Kfz-Hersteller noch über hochliquide Bilanzen, das kann sich aber schnell ins Negative verkehren, falls es zu auch nur geringfügigen Verzögerungen bei der Umwandlung illiquider Forderungen in liquide Mittel kommt – selbst bei unveränderten Absatzzahlen bzw. gleichbleibender Marge pro Einheit. Das eingesetzte und damit gebundene Kapital kann schnell steigen.

Hier besteht die Gefahr, dass die Ratings heruntergestuft werden, und das bedeutet weitere schlechte Nachrichten für den Markt. Dies Szenario trifft ebenso auf alle anderen Industrie-werte, Exporteure und Zykliker zu.

In der Tabelle ist die relative Kohärenz zwischen Unternehmensanleihen und Aktien auf dem US-Markt auf Basis der relativen implizierten Risikoprämien dargestellt. Es hat den Anschein, dass die Unternehmensrisikoprämien im Verhältnis zu Aktien im November ein extrem niedriges Niveau erreichten. Insofern schneiden Aktien überdurchschnittlich gut ab. Bedenkt man,



dass der implizierte Kreditrisikoaufschlag verglichen mit den Niveaus der jüngeren Vergangenheit immer noch recht niedrig ist, könnte der aktuelle Trend durchaus noch anhalten. Dies sorgt jedoch nur zum Teil für eine Entlastung (und gilt lediglich im Verhältnis zu anderen Anlageformen und nicht absolut.)

Branchen

Aus den oben genannten Gründen setzen wir weiterhin auf Unternehmen, die erstens einen geringen Verschuldungsgrad aufweisen und die zweitens in konjunkturunabhängigen Sektoren tätig sind, da diese auch bei Druck auf die Spreads noch überdurchschnittlich abschneiden können. Um hier die Outperformer herauszufiltern, haben wir die Wertentwicklung der letzten Zeit anhand von zwei Variablen untersucht (Spread und relative Performance) sowie im Hinblick auf die insoweit bestehenden Differenzen. Lebensmittel, Telcos, Pharma, Tabakindustrie, Medien, Software, Versorger und Erdölkonzerne gingen als die stärksten Sektoren aus der Analyse hervor (gerade bei Software ergibt sich hier eine positive Bewertungslücke). Der Automobilsektor sowie die Sektoren Investitionsgüter, Grundstoffe und Einzelhandel schnitten dagegen am schlechtesten ab. Finanzwerte und Technologiewerte korrelieren negativ mit diesem Spread, aber es hat sich noch keine Bewertungslücke geöffnet. Ein dritter Faktor, den unser Corporate Bond Team in diesem Monat unter die Lupe genommen hat, ist die Gewichtung des Goodwill in der Bilanz und seine potenzielle Entwertung. Wir werden künftig eine Liste von Unternehmen herausgeben, die anhand dieses Faktors und seiner Wirkung auf das Eigenkapital eingestuft werden. Da die Aktienkurse in diesem Jahr dramatisch gefallen sind, wird es für Unternehmen zunehmend schwieriger, den in der Vergangenheit gezahlten Goodwill zu rechtfertigen.

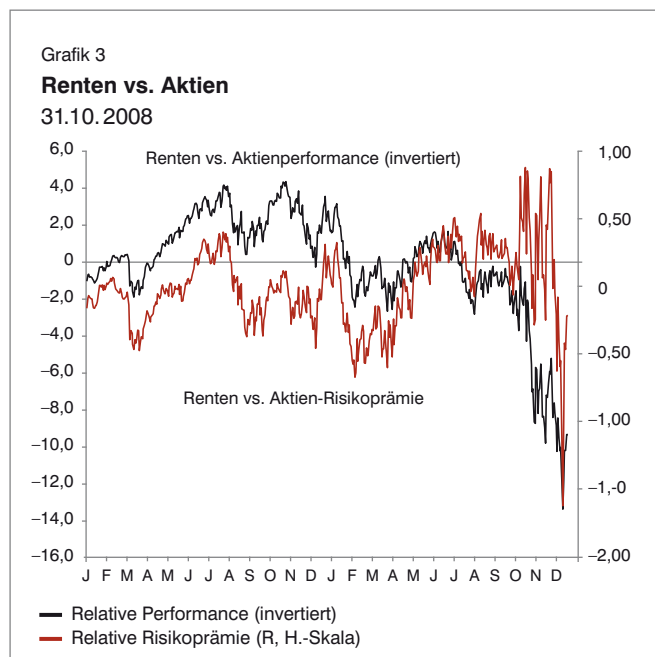
Erdölindustrie

Trotz weiterhin defensiver Ausrichtung, geringer Verschuldung und niedriger Gewichtung von Goodwill empfehlen wir nunmehr eine Reduzierung der Übergewichtung von Erdölaktien. Nach einer außerordentlich positiven relativen Performance seit Mitte August sind unserer Auffassung nach Gewinnmitnahmen in diesem Sektor angebracht. Diese Empfehlung beruht auf dem

Umstand, dass sich Ölpreisanpassungen sowie der Dollar-Wechselkurs – relativ gesehen – negativ auf diesen Sektor auswirken könnten. Desgleichen preist der Sektor auch die bislang verhältnismäßig gute Entwicklung der KGVs ein. Die Bewertungen sind weiterhin äußerst attraktiv, während die Entwicklung im Erdölsektor gleichzeitig Schutz bei einem rückläufigen ISM-Index, einer weiteren Verteuerung der Renditekurve und der Ausweitung der Spreads von Unternehmensanleihen bietet. Deshalb wollen wir in diesem Bereich nicht aggressiv „short“ gehen.

Fazit

Die staatlichen Maßnahmen zur Entlastung der Märkte haben in einigen Ländern (USA, Großbritannien, China) überraschende Erleichterung geschaffen. Selbst in Europa, wo die Umsetzung schwieriger ist, ist die Entlastung spürbar. Die Realwirtschaft gerät indessen unter zunehmenden Druck. Die Banken benötigen weiterhin zusätzliches Kapital und halten sich bei der Kreditvergabe immer noch zurück. Überdies wird in den kommenden Monaten in puncto Gewinnwarnungen und weiteren Ausfällen noch einiges auf uns zukommen. Vor diesem Hintergrund haben wir jetzt neue Höchststände bei den Bewertungslücken erreicht, während die Märkte bereits die schlimmsten Gewinneinbrüche aller Zeiten (von der Großen Depression von 1921 bis 1932 abgesehen) einpreisen. Danach werden die Erträge in den USA um 30% und in Europa sogar um 50% fallen. Im Vergleich zu den 1920er und 1930er Jahren befindet sich jetzt allerdings eine größere Geldmenge im Umlauf, es bestehen umfassendere Steuererleichterungen, und die Gefahren des Protektionismus werden ernster genommen. Vergleicht man die derzeit prognostizierten Tiefststände mit den KGVs von 1975 und 1983, als die Erträge die Talsohle erreicht hatten, erscheint der S&P 500 mit einem Stand von 740 angemessen. Auch in Europa sind die Bewertungen noch nicht völlig ausgereizt. Wir lassen hier die Tatsache unberücksichtigt, dass in jenen Jahren auch die Inflationsrate erheblich höher lag, ein Umstand, der in der Regel großen Einfluss auf die KGVs hat. Insofern prognostizieren wir einen lustlosen Markt im kommenden Monat. Etwaige Aufwärtspotenziale sollten zur Gewinnmitnahme genutzt werden.



Anleihen

In der ersten Novemberhälfte preisten die Marktteilnehmer eine noch aggressivere zinspolitische Lockerung durch die Zentralbanken ein. Im Zuge der auf eine weitere geldpolitische Lockerung gerichteten Verlautbarungen legten die jeweiligen Futures zu. Mitte November erwartete man bereits einen Rückgang der Leitzinsen in den USA auf unter 0,5% und des EZB-Satzes auf deutlich unter 2,0%. Infolgedessen fielen die Kurzfristrenditen auf beiden Seiten des Atlantiks. Entsprechend rutschte die Benchmark-Rendite zweijähriger US-Schatzanleihen unter den Schwellenwert von 1% und damit auf einen neuen historischen Tiefststand. Im Euro-Raum erreichten die Renditen zweijähriger Anleihen fast die Talsohle von 2005, pendelten sich dann aber über 2% ein.

Rally bei Staatsanleihen im November

In der zweiten Novemberhälfte kam es zu einer deutlichen Renditeverengung am langen Ende. Deflationsängste führten bei Langläufern zu einer Rally. Das schwache Abschneiden der Aktienmärkte führte zudem am langen Ende zu vermehrtem Kaufinteresse. In der Folge verflachten sich die Zinsstrukturkurven im Oktober erneut. Zwar sehen wir die Verflachung der Zinskurve im Euro-Raum nur als ein vorübergehendes Phänomen, die US-Renditekurve sollte jedoch in diesem Zyklus bereits ihren höchsten Stand erreicht haben.

Was die Liquiditätssituation an den Geldmärkten betrifft, unterscheidet sich die Entwicklung in den USA erheblich von der im

Stabilisierung der Geldmärkte Voraussetzung für eine Normalisierung des Marktes

Euro-Raum. Während die Interbank-Spreads in den USA weiter sanken (zumindest in der

ersten Novemberhälfte), veränderten sich die Spreads im Euro-Raum kaum. Darüber hinaus hat sich der US-Interbankmarkt erneut belebt, und der US-amerikanische Commercial-Paper-Markt öffnet sich wieder. Ein weiteres Indiz für die gestiegene Zuversicht ist der anhaltende Kapitalzufluss in US-amerikanische Geldmarktfonds. Nichtsdestotrotz bleibt die Marktsituation insgesamt prekär; in zahlreichen Segmenten ist bei weitem noch keine Normalität eingetreten. Zumindest zeichneten sich am US-Markt im November erste Hinweise auf eine Verbesserung ab. Im Gegensatz dazu hat sich die Situation an den Euro-Geldmärkten nur marginal verbessert.

Die Aktivitäten am immer noch schwachen Interbankmarkt waren weiterhin verhalten; die Transaktionsvolumen liegen hier weit unter denen von vor der Lehman-Pleite. Alles in allem ist die Liquiditätssituation an den Finanzmärkten weiterhin problematisch. Die bisher erkennbaren Verbesserungen sind allein auf die entschlossene Intervention der Notenbanken zurückzuführen. Der grassierende Vertrauensverlust am Markt erforderte dezidierte Maßnahmen, und daran wird sich wohl bis auf weiteres nichts ändern. Investoren sollten die Entwicklung an den Geldmärkten genau verfolgen, da stabile Geldmärkte die Voraussetzung für eine Normalisierung der Finanzmärkte sind.

Weiteres Abwärtspotenzial bei den Renditen

Trotz des Renditerutsches im November könnte sich der Abwärtstrend bei Staatsanleihen durchaus fortsetzen. Das Umfeld des Staatsanleihemarktes dürfte ausgesprochen günstig bleiben. Auch wenn eine regelrechte Deflation vermieden werden kann, wird die Deflationsdebatte im Zuge rückläufiger Inflationsraten erneut aufflammen. Trotz der nahezu synchron stattfindenden globalen Rezession ist die Finanzkrise noch lange nicht vorbei. Der Schuldenabbauprozess wird sich fortsetzen, und bei volatilen Märkten profitieren die Anleihemärkte von der Hinwendung zu sicheren Qualitätswerten. Zudem sollte der Mangel an Risikokapital vor allem als sicher geltende Anlageformen begünstigen.

Die gestiegene Emissionstätigkeit im Anleihesektor infolge fiskalischer Anreize weltweit und staatlicher Rettungspakete belastet die Anleihemärkte. Aber neben der Abwicklung neuer Anleiheemissionen müssen auch die bestehenden Verbindlichkeiten bedient werden. So werden 2009 ungefähr 35 % der ausstehenden US-Staatsanleihen und Schuldverschreibungen fällig. Dies wird allerdings kaum den Abwärtskurs der Renditen aufhalten. Unseren Erwartungen nach wird die Benchmark-Rendite zehnjähriger Anleihen in den USA auf 2,90 % und im Euro-Raum auf 3,10 % fallen.

Unser Portfolio

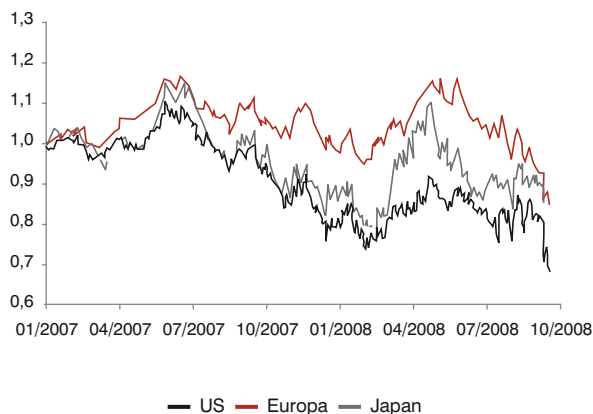
Unsere Prognose, dass Langläufer am deutlichsten von dem anleihefreundlichen Umfeld profitieren werden, hat sich als richtig erwiesen. Extreme Langläufer legten im November um über 5,6 % zu, während der Zuwachs bei Kurzläufern „nur“ 0,8 % betrug. Der Versteilerungstrend, der Anfang September begann, ist inzwischen ins Stocken geraten. Die lange Duration sowie die starke Übergewichtung extremer Langläufer haben sich gelohnt. Wir hatten zwar das Ausmaß der Rally am Anleihemarkt unterschätzt, aber unser Portfolio profitierte von der aggressiven Zinslockerungspolitik. Seit der letzten „Markttrends“-Ausgabe verbuchten wir hier Erträge in Höhe von über 3,4 %. Entsprechend übertrafen wir die Benchmark um 53 Bp.

Grafik 4

10-jährige Rentenpapiere seit 2007

Index, 02/01/07=1.00

31.10.2008



Grafik 5

Allokation Restlaufzeit

31.10.2008

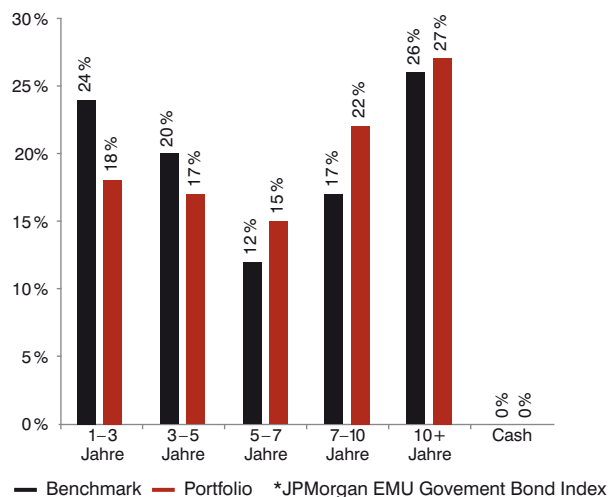


Tabelle 3

Kennziffern der Benchmark und des optimierten Portfolios

Laufzeiten- gruppe	Modifizierte Duration	Aktuelle Rendite	Coupon Return	Rolldown Return	Shock Return*	Benchmark Gewichte	Portfolio Gewichte
1 – 3 J.	1,83	2,69 %	0,35 %	– 0,13 %	0,42 %	24,43 %	18,32 %
3 – 5 J.	3,64	3,15 %	0,36 %	– 0,10 %	0,75 %	19,92 %	17,49 %
5 – 7 J.	5,29	3,37 %	0,32 %	– 0,04 %	1,02 %	12,27 %	15,34 %
7 – 10 J.	6,89	3,71 %	0,33 %	0,02 %	1,28 %	17,49 %	21,87 %
10+ J.	12,49	4,31 %	0,38 %	– 0,02 %	2,03 %	25,88 %	26,97 %
Cash	n. a.	2,58 %	0,21 %	n. a.	n. a.	0,00 %	0,00 %
Benchmark Portfolio	6,26 6,66	3,46 % 3,54 %	0,35 % 0,35 %	– 0,07 % – 0,06 %	1,13 % 1,19 %		

* 1-Monats-Prognose

Wie vorstehend erläutert, können wir bislang keine nachhaltige Veränderung im Umfeld der Anleihemärkte erkennen. Unsere Gewichtungsgeschichten bleiben daher im Wesentlichen

Verflachung der Zinskurve im Euro-Raum nur ein vorüber- gehendes Phänomen

unverändert, und wir halten an unserer Empfehlung einer längeren Duration fest. Wir betrachten

die erneute Verflachung der EUR-Zinskurve als nur vorübergehende Erscheinung und bleiben bei unserer seit langem vertretenen Ansicht, dass insbesondere lange Laufzeiten sehr stark nachgefragt sein werden. Da der EZB-Zinssenkungszyklus wohl bis weit ins nächste Jahr fort dauern wird und die Marktvolatilität infolge der prekären Lage des Finanzsystems und lahmender Konjunktur weiter anhält, dürfte die Zinskurve sich abermals versteilern.

In Anbetracht des erwarteten „Bull Steepening“-Szenarios macht eine Übergewichtung lang laufender Anleihen Sinn. Wir halten bislang keine Liquidität im Portfolio, da der Repo-Satz unter den Anleiherenditen liegt und Barmittel als Kapitalanlage nicht von dem erwarteten Anstieg der Rentenkurse profitieren. Insgesamt beträgt die erwartete Rendite unseres Portfolios über einen Zeithorizont von einem Monat über 1,40 %. Die voraussichtliche Überschussrendite liegt bei 7 Bp. bei einem Ex-ante-Tracking-Error von moderaten 0,27 %.

Überblick über Handlungsempfehlungen

Im Laufe des November schlossen wir unseren Euro-Steepener mit Laufzeiten von zwei bzw. zehn Jahren bei einem Stop-Loss-Level von 125 Bp. mit einem Zuwachs von 23 Bp. Wie bereits erläutert, sehen wir auf mittlere Sicht immer noch Potenzial für eine weitere Versteilung. Wir sind daher jederzeit bereit, die Position auf einem niedrigeren Niveau erneut zu öffnen. Zudem wurde mit 35 Bp. der Schwellenwert für auf eine Verengung der Swap-Spreads 10-jähriger US-Anleihen angelegte Positionen erreicht. Trotz des bereits erreichten Levels schließen wir diese Position noch nicht, da der Druck auf die Swap-Spreads anhalten sollte. Entsprechend haben wir Zielvorgabe sowie Stop-Loss-Limit angepasst, um unsere Erträge zu sichern.

Und schließlich geben wir auch zwei neue Handlungsempfehlungen ab: Während die Swap-Spreads zehnjähriger US-Anleihen sich seit September deutlich verengt haben und sich nunmehr auf ihrem historischen Tiefststand bewegen, haben sich die Swap-Spreads fünfjähriger US-Renten auf höherem Niveau eingependelt. Die voraussichtliche weitere Lockerung der zinspolitischen Parameter dürfte die Fünfjahres-Spreads ebenfalls drücken. Unser Zielwert liegt für diese Position zunächst bei 70 Bp., mit einem Stop-Loss-Limit von 115 Bp. Im Euro-Raum dürfte die Verengung am langen Ende der Swap-Kurve auch auf den Kurzfristbereich übergreifen. Die Zunahme der Staatsanleiheemissionen sollte wiederum zu einer allgemeinen Verengung der Swap-Spreads im Euro-Raum führen. Insbesondere

Tabelle 4

Aktuelle Handels-Empfehlungen	Startdatum	Startniveau	Ziel	Stop Loss	Aktuelles Niveau	Gewinn/Verlust
Kauf US 10 Jahre Swap Spread	16.07.2008	70 Bpn.	12 Bpn.	24 Bpn.	16 Bpn.	54 Bpn.
Kauf EA 10 Jahre Swap Spread	16.07.2008	52 Bpn.	35 Bpn.	75 Bpn.	68 Bpn.	– 16 Bpn.
Kauf BTPi 09/2014	04.09.2008	215 Bpn.			79 Bpn.	– 136 Bpn.
Kauf 10 Jahre BTPs/ Verkauf 10 Jahre Bunds	10.09.2008	67 Bpn.			120 Bpn.	– 53 Bpn.
Kauf 2 Jahre Bunds/ Verkauf 2 Jahre Treasuries	23.09.2008	183 Bpn.	75 Bpn.	120 Bpn.	102 Bpn.	81 Bpn.
Kauf EUR 5 Jahre Swap Spread	19.11.2008	100 Bpn.	70 Bpn.	115 Bpn.	81 Bpn.	19 Bpn.
Kauf EUR 2 Jahre Swap Spread	19.11.2008	111 Bpn.	80 Bpn.	125 Bpn.	98 Bpn.	13 Bpn.

der Kurzfristbereich der Swap-Kurve ist attraktiv und bietet Potenzial für eine Spread-Verengung. Wir empfehlen daher das Eingehen von Positionen, die auf eine Verengung der Swap-

Spreads zweijähriger Euroanleihen mit einem Zielwert von 80 Bp. und einem Stop-Loss-Limit von 125 Bp. gerichtet sind.

Währungen

Im letzten Monat tendierte der US-Dollar im Verhältnis zum Euro seitwärts. Einer der wichtigsten Faktoren für die neue Stärke

Rückläufige Fundamentaldaten in den USA zügeln den Höhenflug des US-Dollar gegenüber dem Euro

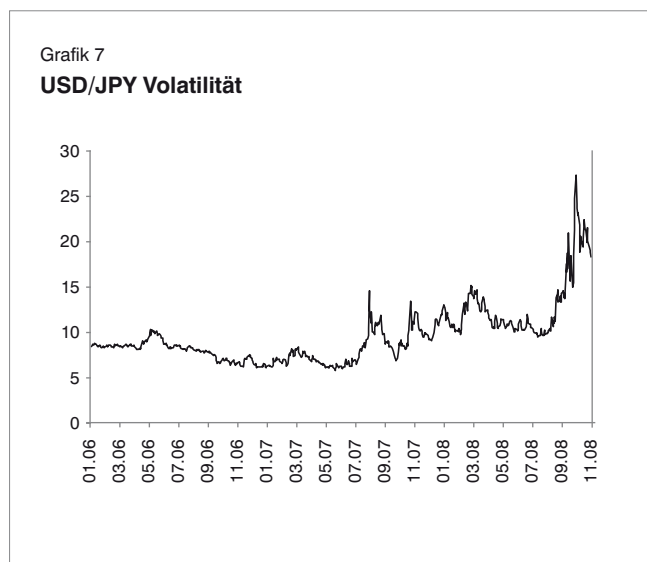
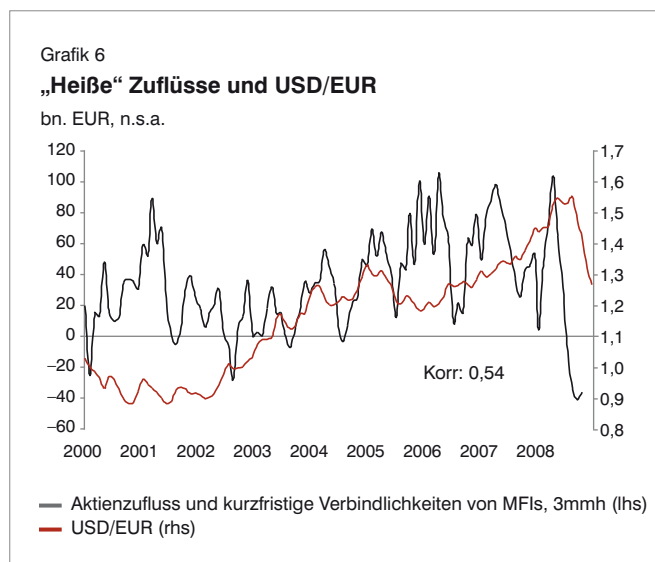
des US-Dollar sind die Kapitalrückflüsse in die USA. Laut der Zahlungsbilanz für den Euro-Raum im September überstiegen die Kapitalabflüsse mit EUR 86,3 Mrd. bei weitem die Kapitalzuflüsse (EUR 26,7 Mrd.). Vor dem Hintergrund anhaltend hoher Risikoscheu werden vor allem Anleger aus dem Dollar-Raum in den kommenden Monaten Devisen aus dem Euro-Raum repatriieren. Zudem sind die Ölpreise mittlerweile um weitere 10 US-Dollar gefallen und nähern sich einem Level von 50 US-Dollar pro Barrel Brent Crude an. Damit mindert sich der Druck auf den Greenback weiter. Mit einem weiteren deutlichen Einbruch des Erdölpreises ist im kommenden Monat allerdings nicht zu rechnen. Nach unserer Einschätzung haben sich die Märkte über die vergangenen Monate allmählich damit abgefunden, dass auch der Euro-Raum einer anhaltenden Rezession nicht entkommen kann. Die USA dürften nunmehr wieder in den Mittelpunkt des Interesses rücken. Wir rechnen hier mit weiteren Negativmeldungen. Im Spannungsfeld zwischen

des US-Dollar sind die Kapitalrückflüsse in die USA. Laut der Zahlungsbilanz für den Euro-Raum im September über-

rückläufigen Rahmendaten und stützenden Kapitalströmen wird der Greenback im Dezember gegenüber dem Euro insgesamt wohl seitwärts tendieren. Auf längere Sicht bleiben wir indes bei unserer Auffassung, dass der US-Dollar wieder nachlassen und sich über einen Zwölfmonatshorizont auf einem Niveau von 1,35 USD/EUR einpendeln wird.

Kurzfristige Aufwertung des Yen

Im vergangenen Monat reagierte der Yen wiederum ausgesprochen empfindlich auf die Kreditkrise. Vor allem die Anpassung der TARP-Strategie und die Schwierigkeiten der drei großen US-amerikanischen Automobilhersteller hieften den Yen auf ein Niveau von 94 bis 95 JPY/USD. Phasen relativer Ruhe an den Märkten hatten den gegenteiligen Effekt. Insgesamt setzte der Yen seinen allmählichen Aufwärtstrend fort. Wie zuvor führen wir diese Entwicklung auf die Auflösung von Carry-Trades und die Rückführung ausländischen Vermögens zurück. Da Japan sich bereits in der Rezession befindet und die Konjunktur auch in anderen Volkswirtschaften Asiens während des vergangenen Monats ins Stocken geraten ist, könnte dieser Prozess anhalten. Wir rechnen daher mit einer weiteren leichten Aufwertung des Yen. Längerfristig werden allerdings die grundlegende Schwäche des japanischen Konjunkturzyklus sowie der rückläufige Außenhandelsüberschuss wieder eine größere Rolle spielen und den Yen erneut schwächen.



Autoren:

Überblick: **Dr. 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.general.com

Anleihen: **Dr. Florian Späte, CIIA**

Tel.: + 49 221/1636-367

E-Mail: florian.spaete@geninvest.de

Währungen:

Dr. Christoph Siepmann

Tel.: + 49 221/1636-342

E-Mail: christoph.siepmann@geninvest.de

Dr. Martin Wolburg, CIIA

Tel.: + 49 221/1636-346

E-Mail: martin.wolburg@geninvest.de

Impressum

Leiter Research:

Dr. Klaus Wiener, Ph.D. (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:

firstname.lastname@geninvest.de

E-Mails Italien:

firstname.lastname@am.general.com

Editor:

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

Herausgeber:

Generali Investments Research & Strategy Department
Cologne, Germany · Trieste, Italy
Gereonswall 68, D-50670 Cologne

Redaktionsschluss: 28. November 2008

Quellen der Grafiken und Tabellen:

Thomson Reuters Datastream, Bloomberg,
own calculations.

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.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungsäußerungen stammen aus Quellen, die GENERALI Investments als zuverlässig erachtet. Eine ausdrückliche oder stillschweigende Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Angaben können wir jedoch nicht übernehmen. In dieser Publikation enthaltene Meinungsäußerungen geben GENERALI Investments Auffassung zum Zeitpunkt der Drucklegung wieder und können sich ohne Ankündigung ändern. Derartige Meinungsäußerungen dienen weder der Bewertung einer bestimmten Strategie noch der Bewertung eines Investments in Finanzinstrumente. Dieses Dokument enthält kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten. Vervielfältigungen, ob vollumfänglich oder teilweise, sind nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung zulässig.

Generali Investments Deutschland Kapitalanlagegesellschaft mbH

Gereonswall 68

D-50670 Köln

Tel.: +49 221 1636 1636

E-Mail: service@geninvest.de