

# Markttrends

## Zusammenfassung

### Überblick

- Im vergangenen Monat wiesen wir darauf hin, dass die Märkte wahrscheinlich von einer Periode der Angst vor einer systemischen Finanzkrise zu einer von Wachstumsorgen geprägten Phase übergehen würden. An dieser Einschätzung halten wir fest.
- Neu ist indes die Intensität der Inflationsängste, die sich infolge unaufhaltsam steigender Ölpreise am Markt breit machen.
- In den kommenden Monaten dürften die wirtschaftlichen Folgen der Subprime-Krise die Inflationsbefürchtungen jedoch noch überwiegen und damit sowohl die langfristigen Renditen als auch die Aktienkurse drücken.
- Allerdings werden die Kursänderungen voraussichtlich sehr viel moderater ausfallen, als dies zu Beginn des Jahres der Fall war. Zudem dürfte diese Entwicklung über einen längeren Zeitraum stattfinden.

### Aktien

- Märkte entwickelten sich uneinheitlich im Mai, legten im Durchschnitt aber zu. Da die Wirtschaftsmeldungen im Gegensatz zu früheren Prognosen auf einen stabileren Konjunkturzyklus hindeuteten, nahm die Risikoscheu weiter ab.
- Auch die Banken haben ihre Hausaufgaben gemacht. Allerdings blieben sie dadurch aufgrund massiver Kapitalerhöhungen hinter dem Marktdurchschnitt zurück.
- Ab jetzt sollten die Wirtschaftsmeldungen wieder schlechter ausfallen. Kurzfristig könnten die Inflationsängste noch zunehmen. Wir erwarten auf kurze Sicht negative Renditen bei Aktien.

### Anleihen

- Die Renditen an den internationalen Anleihemärkten stiegen im Mai. Grund waren die unerwartet günstigen volkswirtschaftlichen Daten, Entspannung an den Kreditmärkten und die Inflationsorgen im Hinblick auf die unablässig steigenden Energiepreise.
- Zwar war der sprunghafte Anstieg im Langfristbereich der Renditestrukturkurve bereits markant, die Erholung der



- Renditen am kurzen Ende der Kurve fiel sogar noch deutlicher aus. Da mit einer weiteren Lockerung der Zinsschraube nicht mehr zu rechnen ist, kletterten Kurzläufer auf ihren höchsten Stand seit mehreren Monaten.
- Auch wenn klar ist, dass die Inflationsängste nicht innerhalb der nächsten Wochen verfliegen, sind die aktuellen Renditeniveaus nach unserem Dafürhalten zu hoch. Das schwache konjunkturelle Umfeld wird wohl noch eine Weile anhalten und die Inflationsraten letztendlich drosseln. Wir erwarten daher einen Rückgang der Renditen im Monatsverlauf.

### Währungen

- Im Zuge einer positiveren Einschätzung der wirtschaftlichen Lage in den USA und einer strikten anti-inflationär ausgerichteten Fed gewann der US-Dollar im Mai wieder an Boden. Über einen Zeithorizont von einem Monat erwarten wir einen Wechselkurs von 1,56 USD/EUR.
- Die nachlassende Bedeutung von Carry Trades macht eine kurzfristige Aufwertung des Yen wahrscheinlich.



Tabelle 1

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

## Überblick

In der letzten „Markttrends“-Ausgabe wiesen wir auf einen sich neu abzeichnenden Trend hin: Wachstumssorgen lösen die Angst vor einer massiven Finanzkrise ab. Auch wenn sich diese Einschätzung noch nicht direkt bei den Entwicklungen an den Finanzmärkten bemerkbar macht, ist sie dennoch plausibel. Für unsere Prognose, die durchaus pessimistischer ausfällt als die des Marktes, gibt es vor allem einen Grund: In der Vergangenheit hat fast jede Finanzkrise nahezu zwangsläufig in eine Rezession geführt. Nach unserer Einschätzung spricht auch diesmal nichts für eine Ausnahme von dieser Regel. Dabei muss allerdings betont werden, dass davon in erster Linie die USA betroffen wären und nicht die Eurozone oder die schnell wachsenden Schwellenländermärkte. Gleichwohl wird man die Folgen einer rückläufigen US-Konjunktur in Form von verlangsamtem Wachstum auch anderswo verspüren.

Auf das Timing kommt es an. Insofern meinen wir, dass die unerwartet positiven US-Konjunkturdaten der letzten Zeit nicht von Dauer sein werden. Die größte Sorge bereitet uns derzeit der US-amerikanische Verbraucher. Wie bereits in vielen unserer Publikationen erwähnt, sind die Budgets der Privathaushalte in den USA überfordert. Durch das Platzen der Wohnimmobilienblase und den explosionsartigen Anstieg der Energiepreise werden die Verbraucherausgaben aller Wahrscheinlichkeit nach schlagartig sinken. Das gab es in der jüngeren Vergangenheit schon einmal. Anfang der Neunzigerjahre fand in Schweden

### Unerwartet positive Daten der letzten Zeit nicht von Dauer

infolge eines Einbruchs am Immobilienmarkt ein tief greifender wirtschaftlicher Anpassungsprozess statt. Die Häuserpreise fielen innerhalb eines Zeitraums von drei Jahren um 20 % (von ihrem höchsten auf ihren tiefsten Stand). Die daraus folgenden Belastungen für das Bankensystem waren enorm, und die realen Verbraucherausgaben sanken um insgesamt 5,5 %. Im Ergebnis war das BIP drei Jahre lang rückläufig. Natürlich verläuft jede Rezession anders. Es bestehen klare Unterschiede zwischen der aktuellen Situation in den USA und der damaligen Situation in Schweden. Vor allem sind die Zinsen in den USA sehr viel niedriger und die globale Wachstumsentwicklung ist ausgeglichener. Dennoch wäre es nach unserer

Tabelle 2

Anleihen	aktuell	1 M.	12 M.
10 J. Treasuries (USA)	3,90	3,80	4,30
10 J. Bunds (Deutschland)	4,30	4,20	4,40
10 J. JGBs (Japan)	1,72	1,65	1,80
Unternehmensanleihen	aktuell	1 M.	12 M.
IBOXX Corporates Non Fin Index	145	140	90
Währungen	aktuell	1 M.	12 M.
USD/EUR	1,57	1,56	1,40
JPY/USD	104	102	112
GBP/EUR	0,79	0,80	0,77
Aktien	aktuell	1 M.	12 M.
S&P 500	1384	1363	1430
DJ EURO STOXX TML	118	116	125

Aktuelle Werte = Durchschnittswerte der letzten fünf Handelstage

Einschätzung verfrüht, zu behaupten, dass die schlimmsten Auswüchse der Kreditkrise ausgestanden sind. Die Konjunkturdaten der kommenden Monate werden deutlich schwächer ausfallen, und davon bleiben auch die Finanzmärkte nicht verschont.

### Die Inflationsangst geht wieder um

Die Inflationserwartungen steigen. In den letzten beiden Wochen waren die Märkte zunehmend von Inflations Sorgen geprägt. Grund war vor allem der unaufhaltsam steigende Ölpreis. Ende Mai erreichte der Preis für eine Tonne Rohöl einen

### Wirtschaftliche Folgen der Kreditkrise dominieren über Inflations Sorgen

historischen Höchststand von USD 135,00; das entspricht einer Verdoppelung in weniger als einem Jahr. Infolgedessen zogen die Zinsen erheblich an und die Zinsstrukturkurven verflachten sich. Die Headline-Inflation (und damit der Verbraucherpreisindex) stehen jetzt unter erheblichem Druck, da die Inflationsraten mittlerweile weltweit auf ihren höchsten Stand seit 1999 gestiegen sind. Aber die Grundinflation ist in den westlichen Industrieländern immer noch recht niedrig, und bisher gibt es keine überzeugenden Hinweise auf die Entwicklung einer eskalierenden Lohn-/Preisspirale. Bedenklicher ist indessen die Lage in den Schwellenländern. Einerseits entfällt hier ein weitaus größerer Anteil der Verbraucherausgaben auf die Kosten für Lebensmittel und Energie (die damit zum Politikum werden), und andererseits wächst die Geldmenge hier dreimal so schnell wie in der entwickelten Welt. Sofern Zinssätze und Wechselkurse hier weiterhin auf einem künstlich niedrigen Niveau gehalten werden, könnte dies den Inflationsdruck in den entwickelten Volkswirtschaften noch verstärken.

Im Rahmen unseres Basisszenarios rechnen wir damit, dass die Folgen der Kreditkrise auch in den Sommermonaten die Finanz-

märkte beherrschen werden. Allerdings werden die erwarteten Kursrückgänge wohl sehr viel moderater ausfallen, als dies zu Beginn des Jahres der Fall war. Zudem dürfte diese Entwicklung über einen längeren Zeitraum stattfinden. Sie sollten aber immer noch deutlich genug sein, um unsere Untergewichtung von Aktien und eine längere Duration bei festverzinslichen Produk-

ten zu rechtfertigen. Was den weiteren Verlauf nach der Krise betrifft, haben die jüngsten Entwicklungen gezeigt, dass die globalen Renditen Gefahr laufen, aufgrund eines langfristigen Aufwärtstrends bei Lebensmittel- und Energiepreisen und günstigen Finanzbedingungen in den schnell wachsenden Schwellenländern stärker anzuziehen.

## Aktien

### Aktienrenditen

Die Märkte tendierten im letzten Monat uneinheitlich. Der US-Markt legte um 100 Bp. und die Nasdaq um 4% zu, Europa ließ dagegen um 0,6% nach und die Eurozone sogar um 1,2%. Der MSCI Emerging Market Index legte zwar um 1% zu, China rutschte indes um 7% und Indien sogar um 12% ab. Europäische Schwellenländer und Russland konnten Zuwächse von

### Märkte tendierten im Mai leicht höher

11 bzw. 15% verbuchen. Wie die Grafik verdeutlicht, führen sowohl die Zinsen für Laufzeiten von zehn Jahren als auch die Aktienkurse zu

einer Verengung der Bewertungslücke. Kurzfristig könnte dies ein Risiko darstellen, auch wenn die Bewertungen langfristig noch überzeugend erscheinen. Der stabile Dollar sowie die weitere Verflachung der Renditekurve steuerten positive Impulse bei. Rohstoffwerte legten um 8,5% zu. Das war indes einzig dem Ölpreis zu verdanken (+17%). Metallwerte fielen um 9%, ein Faktor, der im Hinblick auf den weiteren Konjunkturverlauf durchaus nicht optimistisch stimmt. Vor dem Hintergrund anhaltender Risikoscheu setzte sich auch der leicht rückläufige Trend bei den Spreads fort.

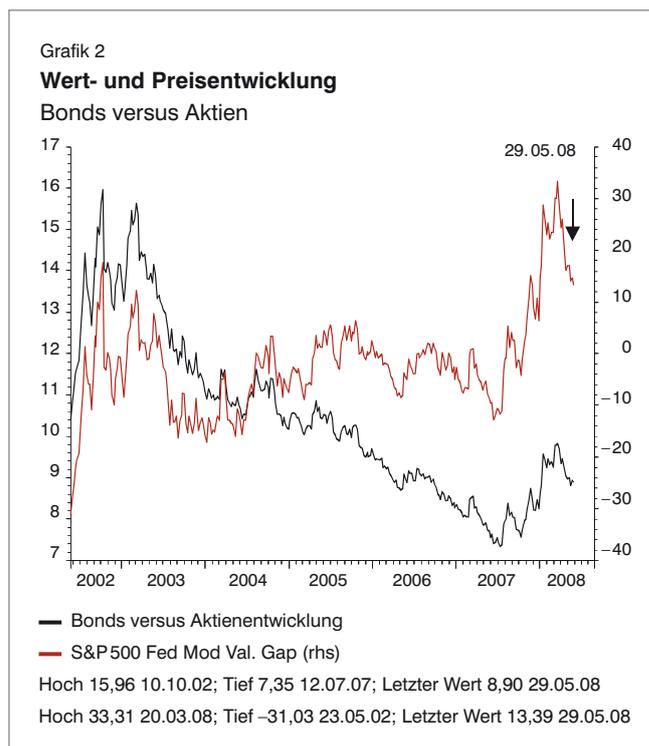
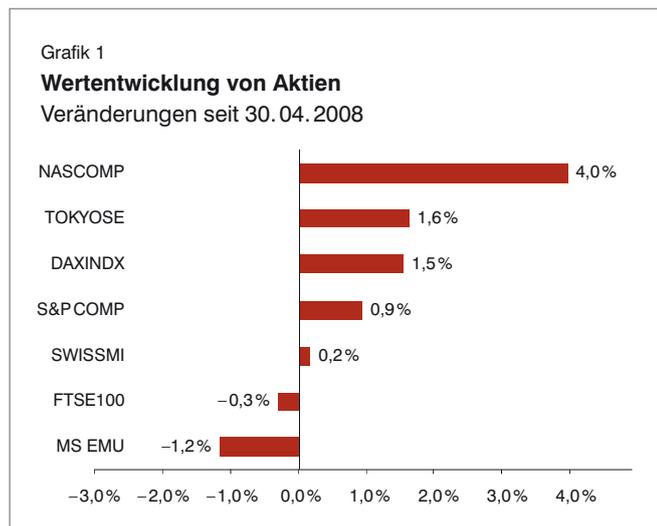
### Sektoren und Einzeltitel

In den USA schnitten die Sektoren Technologie, Grundstoffe, Energie, Medien (Ankündigung von Restrukturierungsmaßnahmen), Telco und Versorger am besten ab. Industriewerte, Automobilsektor, Einzelhandel und Finanzwerte waren hingegen im Gefolge von Ölpreisinflation und realwirtschaftlicher Schwäche von Ungewissheit geprägt. In Europa bietet sich ein ähnliches Bild. Wie wir im letzten Monat prognostizierten, konnten – mit Ausnahme von Nokia – auch die schwächsten Titel, d. h. Daim-

ler, Roche und Nestlé, mit dem Markt mithalten bzw. sogar besser abschneiden. Die Abwärtskorrektur der Ertragsprognosen dieser Unternehmen wurde durch günstige Bewertungen und Prognosen der Geschäftsleitungen mehr als wettgemacht. Bei Nokia besteht stärkerer Druck auf die Gewinnspannen, wenn auch die derzeitige technische Bewertungslücke im Vergleich zu früher sehr attraktiv ist. Vor einem Monat wiesen wir auf die implizierten Risikoprämien im Bankensektor hin. Bankenwerte schnitten noch im April hervorragend ab und waren dann im Mai der Sektor mit den stärksten Einbußen (-8%). Am schlimmsten traf es britische Banken, UBS, Intesa, Société Générale und Unicredito. Das Risiko besteht nach wie vor, da die Ertragsdynamik der Banken erheblich nachgelassen hat. Dabei muss man allerdings auch hervorheben, dass italienische Banken, Société Générale und Banco Santander wegen ihres defensiv ausgerichteten Geschäfts ihrer günstigen Bewertung und geplanter Umstrukturierungsmaßnahmen attraktive Chancen bieten.

### Aktien immer noch auf dem Vormarsch – wie kommt's?

Der Konjunkturzyklus hat sich als unerwartet widerstandsfähig erwiesen. Auch die Wirtschaftsmeldungen von den Schwellenländernmärkten deuten auf anhaltende Dynamik hin – trotz der im Vergleich zu den Industrieländern höheren Inflationsgefahr. Die Banken setzten ihren Restrukturierungskurs fort und kündigten



mehrere Kapitalerhöhungen an. Aus demselben Grund waren Bankenwerte noch im letzten Monat deutlich angeschlagen, während die übrige Welt von einem insgesamt rückläufigen Finanzrisiko und höherer Transparenz profitierte. Die Berichtssaison bewies einmal mehr die Widerstandsfähigkeit der Weltkonjunktur. Außerhalb des Finanzsektors – vor allem in Europa – waren die Meldungen durchaus erfreulich. Die Erwartungen im Hinblick auf den geldpolitischen Kurs der Europäischen Zentralbank (EZB) haben sich inzwischen gewandelt. Einige Marktteilnehmer gehen jetzt sogar von einer Anhebung der Zinsen im kommenden Jahr aus. Die Renditekurve verflachte entsprechend und die Aktienmärkte tendierten höher. Wir sind jedoch nach wie vor der Überzeugung, dass die Meldungen aus der Wirtschaft sich verschlechtern werden und die EZB ihre Haltung ändern muss. Die daraus folgende Versteilerung der Zinsstrukturkurve könnte dem gegenwärtigen Optimismus einen Dämpfer aufsetzen.

### Kurzfristige Risiken

Abgesehen von den Impulsen im Gefolge der Dividendensaison und dem bereits früher erwähnten Verfall der Bewertungen (aufgrund höherer Zehnjahresrenditen, höher tendierender Märkte

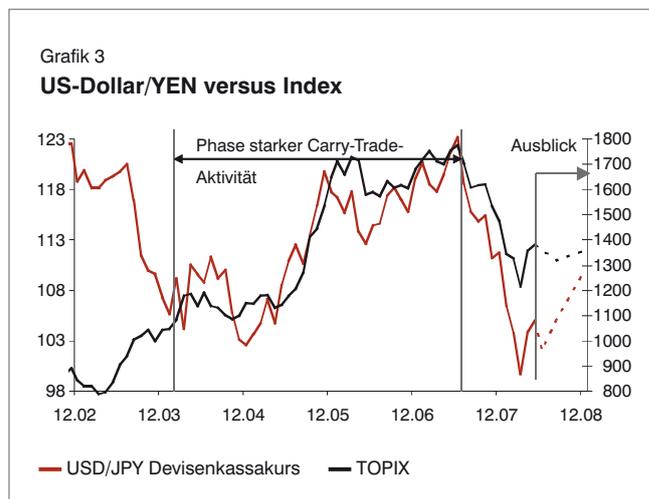
#### Finanzwerte wieder schwach

und schwächerer Gewinnschätzungen für die nächsten 12 Monate (12 M FWD EPS)) schätzen wir das Inflationsrisiko jetzt höher ein

als zuvor. Die jüngsten Erzeugerpreisindexzahlen in Deutschland und den USA lassen Druck auf die Gewinnspannen erwarten. In diesem Monat signalisierten die Automobilindustrie, Fluggesellschaften und die chemische Industrie ganz klar ihre wachsenden Probleme beim Kostenmanagement. Wie bereits im Vormonat angedeutet, ist der Ölpreis seit jeher der Kontrapunkt eines strukturellen Abbaus der durch den Aktienmarkt implizierten Risikoprämie. Zudem bewegen sich die Stimmungsbarometer jetzt wieder im neutralen Bereich. Seit kurzem zeichnet sich auch eine erhebliche Verschlechterung bei den Gewinnprognosen japanischer Unternehmen ab. Angesichts der in der Regel parallel zu den Entwicklungen an den US-amerikanischen und europäischen Märkten verlaufenden Trends ist hier ebenfalls mit Abwärtskorrekturen zu rechnen.

### Tiefstände der Vergangenheit werden wohl nicht unterschritten

Der ABX-Index hat in der Vergangenheit bereits den dramatischen Einbruch der Häuserpreise sowie die steigende Zahl von Kreditausfällen eingepreist. Ab jetzt sollten weitere Negativmeldungen weniger die Marktbewertungen selbst, sondern vielmehr die Stimmung unter den Investoren beeinflussen. Die US-Regierung wird den in Bedrängnis geratenen Hypothekenschuldnern wohl mit weiteren Vergünstigungen unter die Arme greifen. Wie unser Kurzfrist-Modell verdeutlicht, wird sich der Trend über die nächsten fünf Monate im Verhältnis zur gegenwärtigen Situation zumindest verflachen oder sogar leicht steigen. Die längerfristigen Szenarien haben noch nichts von ihrer Attraktivität eingebüßt. Auch die Früh- bzw. Vorlaufindikatoren in den USA und Europa sind noch recht positiv, und auch die Auftragslage in den USA scheint stabil zu sein. Langfristig erwarten wir zusätzliche Impulse aus folgenden Quellen: M&A-Tätigkeit (in Asien, Deutschland und bei einigen kleineren italienischen Banken – bei Großbanken erst später), sinkende Lohnstückkosten in den USA, günstigere Kostenstruktur und finanzielle Flexibilität, anhaltendes Wachstum und Reformprozesse an den Emerging Markets.



## Aktien – Japan

### Verlustpotenzial bei japanischen Aktien

In den USA stiegen die Aufträge für Waren und Güter im April um 2,5%. Das ist der höchste Zuwachs seit Juli letzten Jahres. Ökonomen hatten dagegen einen Rückgang um 0,5% prognostiziert. Diese Entwicklung lässt darauf hoffen, dass die größte Volkswirtschaft der Welt ohne größere Rückschläge mit Immobilien- und Kreditkrise fertig wird. Diese Hoffnung war auch der

#### Outperformance japanischer Aktien wohl nicht von Dauer

Hauptgrund für die Wende an den japanischen Märkten. Weder die Unternehmensgewinne noch das allgemeine volkswirtschaftliche Umfeld begünstigen zurzeit die Aktienmärkte. Die Kursentwicklung

japanischer Aktien hängt im Wesentlichen von den Unternehmenserträgen ab, die wiederum zu 70% auf das produzierende Gewerbe entfallen. Dieser engen Korrelation zwischen Produktion und Exportvolumen entspricht der enge Zusammenhang zwischen den Kursen japanischer Aktien und dem Ausfuhrvolumen.

Ein anhaltendes Problem ist der Druck auf die Gewinnspannen aufgrund gestiegener Kosten. Sofern sich hier tatsächlich eine rezessionäre Entwicklung abzeichnet, würden die Unternehmenserträge über die kommenden Monate weiter fallen. Der jüngste Höhenflug des Yen sowie der rapide Anstieg der Rohstoffpreise sind hier besonders alarmierend. Wir erwarten kurzfristig eine weitere Stärkung des Yen. Damit stiege auch der Druck auf die Unternehmensgewinne. Letztendlich werden die Erträge wohl entscheidend von den Entwicklungen an den Devisen- und Rohstoffmärkten abhängen. Aus diesem Grunde liegt nicht nur die Zahl der positiven Überraschungen unter dem historischen Durchschnitt, sondern auch das Ausmaß dieser Überraschungen.

Andererseits haben die implizierten Länderrisikoprämien und damit die Aktienrisikoprämien einen außerordentlich hohen Stand erreicht, der über dem historischen Durchschnitt liegt. Mittelfristig sollten diese Zuschläge wieder auf ihren Mittelwert zurückfallen. Hervorzuheben ist auch, dass die von der Fed am 30. April vorgenommene Zinssenkung um 25 Bp. nach Einschätzung des Marktes das Ende des Zinslockerungs-

zyklus markierte. Nunmehr erwarten Investoren wieder einen allmählichen Anstieg der Zinsen in der zweiten Jahreshälfte. Japanische Aktien reagieren generell weniger empfindlich auf Zinstrends, sondern vielmehr auf das allgemeine wirtschaftliche

Umfeld. Hier könnte es kurzfristig zu einigen Verwerfungen kommen. Fazit: Wir erwarten, dass die Negativfaktoren bis auf Weiteres die Positiva überwiegen und den Index daher kurzfristig etwas drücken.

## Anleihen

Die jüngste Erholung der Renditen war auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Die Befürchtungen im Hinblick auf die weitere Inflationsentwicklung erwiesen sich indes als der wesentlichste Hemmschuh für die Anleihemärkte. Bei einem Erdölpreis in Rekordhöhe verbreiteten sich die Inflationsängste wie ein Lauffeuer auf den Märkten rund um den Globus. Zumindest in Europa trug die Angst vor einer eskalierenden Lohn-/Preisspirale ebenfalls zum Anstieg der Renditen bei. Zudem warteten die

Konjunkturdaten überwiegend mit positiven Überraschungen auf. Trotz der Kreditkrise konnten sich die Wachstumsraten im ersten

### Inflationssorgen an den Anleihemärkten

Quartal bemerkenswert gut behaupten. Darüber hinaus scheinen die aktuellen Daten sowohl in den USA als auch in der Eurozone darauf hinzudeuten, dass die konjunkturelle Abkühlung wohl nicht so schwer ausfällt wie noch vor ein paar Monaten angenommen. Und schließlich setzten die Märkte im Mai ihre Rally fort. Insbesondere an den Kreditmärkten gab es klare Anzeichen für eine Erholung. Das gesunkene Risiko eines systemischen Zusammenbruchs und immer noch vergleichsweise attraktive Prämien erregen bereits wieder das Interesse von Investoren. Die Auflösung zahlreicher Trades, die im Hinblick auf eine sich anbahnende Rezession abgeschlossen worden waren, dämpfte die Dynamik an den Staatsanleihemärkten ganz erheblich.

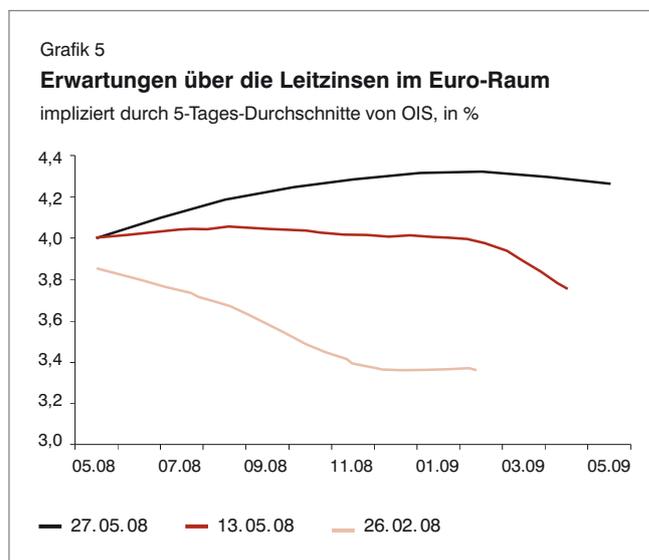
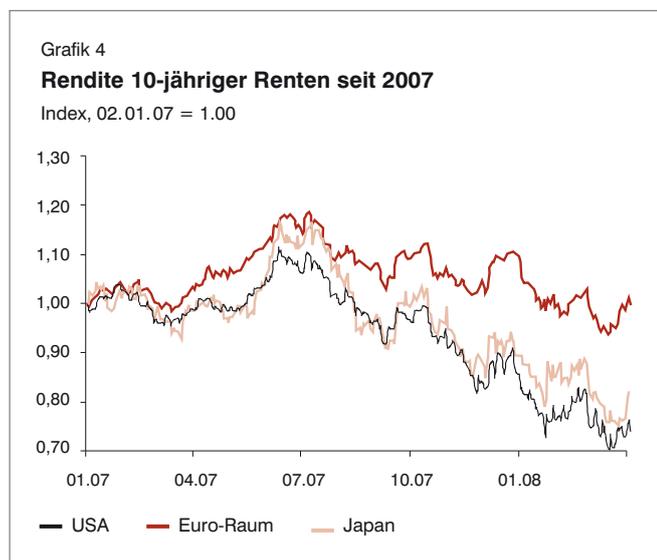
Entsprechend zogen die Renditen von Staatsanleihen kräftig an. Während die Benchmark-Rendite zehnjähriger Anleihen in den USA kürzlich die 4-Prozent-Marke und damit das höchste Niveau seit Jahresbeginn erreichte, kletterte ihr Pendant in der Eurozone sogar auf den höchsten Stand seit Herbst 2007. Da diese Entwicklung von globalen Faktoren angetrieben wird,

beschränkte sich die jüngste Erholung der Renditen nicht auf die USA und die Eurozone. Die Entwicklung verlief an fast allen Anleihemärkten weltweit im Gleichschritt: Überall kletterten die Renditen auf neue Höchststände.

### Märkte erwarten keine Zinssenkungen mehr

Der sprunghafte Anstieg der Renditen war im Kurzfristbereich der Zinskurve sogar noch ausgeprägter. Über die vergangenen Monate haben die Zentralbanken sich verstärkt auf die Inflationsbekämpfung konzentriert. Im letzten Winter gingen die zinspolitisch Verantwortlichen noch davon aus, dass es sich bei den steigenden Inflationsraten um eine vorübergehende Erscheinung handelte. Inzwischen betont man indes die Bereitschaft, die hohen Teuerungsraten mit dem verfügbaren geldpolitischen Arsenal zu bekämpfen. Die Währungshüter mögen den steilen Anstieg der Energiepreise als bloße Erschütterung auf der Angebotsseite betrachten, mit der der Markt selbst fertig werden muss. Weitaus größere Sorgen machen ihnen jedoch die Inflationserwartungen. Legt man inflationsgeschützte Anleihen zugrunde, dann ist die Preisinflation seit März deutlich gestiegen. Dabei gibt vor allem die Tatsache, dass die Inflationserwartungen nicht nur kurz-, sondern auch mittelfristig zugenommen haben, den Notenbanken Anlass zur Sorge. Die Marktteilnehmer haben ihre zinspolitischen Prognosen bereits angepasst. Derzeit geht man nicht mehr davon aus, dass eine der großen Zentralbanken die Zinsen senken wird. Im Gegenteil: In den USA und in der Eurozone wird bereits zumindest eine Zinsanhebung noch vor Jahresende eingepreist.

Die internationalen Zinsstrukturkurven verflachen sich daher weiter. Insgesamt hat die Spanne zwischen zwei- und zehnjährigen Anleihen in der Eurozone wieder den Stand vom Sommer



2007 erreicht. Im Laufe der letzten Monate ist der Spread um über 70 Bp. auf das aktuelle Niveau von rund 10 Bp. gefallen.

### Konjunkturdaten beflügeln Anleihemärkte

Auch wenn sich der genaue Zeitpunkt nur schwerlich voraussagen lässt, rechnen wir in nächster Zeit mit einem Ende des gegenwärtigen Preisrutsches. Eine nachhaltige Wende bei der Inflationsentwicklung erscheint vor dem Hintergrund anhaltend

### Konjunkturdaten in den nächsten Wochen günstig für Anleihemärkte

hoher Rohstoffpreise zwar unwahrscheinlich, aber die erneute Konzentration auf die Konjunkturdaten dürfte in den nächsten Wochen frische Impulse für die Rentenmärkte bringen. Trotz einiger positiver Überraschungen deutet alles darauf hin, dass es konjunkturell in den wichtigsten Volkswirtschaften abwärts geht. Die US-Rezession ist auf keinen Fall ausgestanden. Vor allem die Verbraucher stehen von allen Seiten unter Druck. Hier sind insbesondere steigende Energiekosten, ein schwächelnder Arbeitsmarkt, negative Vermögenseffekte infolge fallender Häuserpreise und eine gespannte Kreditsituation zu nennen. Die Staatsanleihenmärkte dürften zudem vom bevorstehenden

Ende der Rally bei Risikowerten profitieren. Viele Marktsegmente sind noch nicht zur Normalität zurückgekehrt; eine verstärkte Hinwendung zu Qualitätswerten aufgrund weiterer Abschreibungen bei Finanzwerten ist daher wahrscheinlich. Wir erwarten deshalb einen Rückgang der Renditen über einen Zeithorizont von vier Wochen. Mit Korrekturen ist vor allem im Kurzfristbereich zu rechnen; eine moderate Versteilerung der Zinsstrukturkurve ist wahrscheinlich.

Die erwartete Trübung der Anlegerstimmung wird wohl ebenfalls zu einer Ausweitung der Spreads von Staatsanleihen beitragen. Die Verengung der Spreads einiger Emittenten auf den Randmärkten der Eurozone erscheint hingegen als nicht haltbar. Insbesondere die getrübteten Konjunkturaussichten Spaniens infolge der geplatzten Immobilienblase und die daraus folgenden finanziellen Konsequenzen belasten zusammen mit Strukturproblemen spanische Anleihen mit längerer Laufzeit. Den Erwartungen zufolge wird ein erneuter Schub der Risikoaversion insbesondere spanische Anleihen in Mitleidenschaft ziehen. Die im März beobachteten Extremwerte sollten sich jedoch bis auf Weiteres nicht wiederholen.

## Währungen

Im letzten Monat stieg der US-Dollar auf ein Niveau von 1,57 USD/EUR und damit nur leicht über den von uns prognostizierten Stand von 1,56 USD/EUR. Dieser Anstieg war vor allem durch das erneute Vertrauen der Finanzmärkte in die Konjunkturperspektiven der USA bedingt. Dazu hatte insbesondere

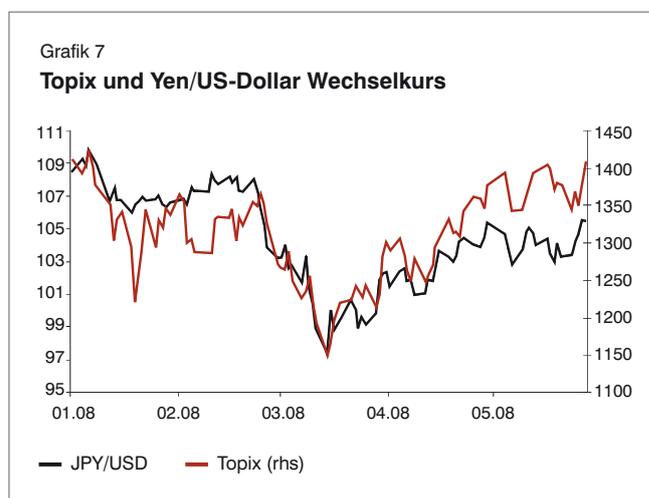
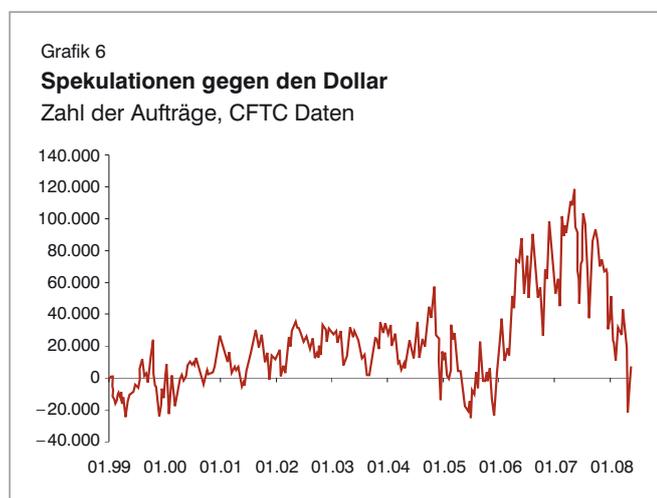
### Euro schwächer gegenüber US-Dollar

die überraschend kräftige US-Wachstumsrate von 0,6% im ersten Quartal beigetragen. Die Rezessionsängste gingen daher wesentlich zurück. Ein ebenso entscheidender Faktor war die klare anti-inflationäre Haltung der Fed. Dallas-Fed-Präsident Richard Fisher ging sogar so weit, eine mögliche Anhebung der Leitzinsen in Aussicht zu stellen. Hinzu kommen die verstärkten Hinweise auf ein nachlassendes Wachstum in der Eurozone, wie beispielsweise rückläufige Einkaufsmanagerindizes. Infolgedessen wurden bereits spekulative Positionen gegenüber dem

Greenback eliminiert. Für die nähere Zukunft rechnen wir vor allem vor dem Hintergrund schwacher Daten in der Eurozone mit einer anhaltenden Stärkung des US-Dollar. Dies entspricht auch unseren mittelfristigen Perspektiven. Über einen Zeithorizont von einem Monat erwarten wir einen Wechselkurs von 1,56 USD/EUR.

### U-förmige Entwicklung des Yen erwartet

Nachdem der Yen im April gegenüber dem US-Dollar um 4,2% nachgelassen hatte, tendierte er im Mai im Wesentlichen seitwärts. Diese Periode war von hoher Volatilität geprägt, wobei der Yen innerhalb einer Bandbreite von 102,6 bis 105,4 JPY/USD notierte. Nach unserem Dafürhalten gibt es dafür vor allem zwei Gründe: Erstens die aggressive Geldpolitik der Fed und die unerwartet positiven Daten an den vom US-Dollar gestützten Aktienmärkten, die sich seit Mitte März erholt haben und



sich im Mai tendenziell seitwärts bewegten. Das mag Anleger darin bestärkt haben, wieder größere Risiken einzugehen und in auf US-Dollar lautende Werte zu investieren. Carry Trades, die den Yen als Finanzierungswährung einsetzen, sind mit Abwertungsdruck auf den Yen verbunden. Insofern entsprechen

### Kurzfristige Wiederaufwertung des Yen infolge zunehmender Risikoscheu

die Bärenmarkt-Rally und die Yen-Abwertung voll und ganz den jüngsten Seitwärtsbewegungen beider Märkte. Überdies verlangsamt sich die Konjunktur in Japan trotz der jüngsten BIP-Daten. Dieser Prozess dürfte sich noch fortsetzen. Auch dies belastet den Yen. Die Aktienmärkte befinden sich unserer Einschätzung nach in einer Übergangsphase. Momentan erholen sie sich von den Erschütterungen der Krise an den Finanzmärkten, ohne jedoch bisher die wirtschaftlichen Folgen voll eingepreist zu haben. Insofern sollte es auch hier in absehbarer Zeit zur Wende kommen. Die Carry Trades würden dann wieder risikoreicher werden und zu einer kurzfristigen Aufwertung des Yen führen, bevor die sich verschlechternden Konjunkturaussichten Japans dem Yen wiederum einen Dämpfer versetzen. Insgesamt sollte die weitere Entwicklung des Yen also U-förmig verlaufen.

#### Autoren:

#### Überblick: Klaus Wiener, Ph. D.

Tel: + 49 221/1636-340

E-Mail: klaus.wiener@geninvest.de

#### Aktien: dott. Michele Morganti

Tel: + 39 040/671-599

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

#### Aktien Japan: 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

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:	30.05.2008				
<b>3-Monats-Geldmarktsatz</b>					
US 3M Libor	2,68	2,85	3,06	5,36	4,70
EUR Eonia	4,11	4,21	4,04	3,85	3,92
EUR 1M Libor	4,46	4,39	4,20	4,03	4,28
EUR 3M Libor	4,86	4,86	4,39	4,12	4,68
JPN 3M Libor	0,92	0,92	0,96	0,69	0,90
UK 3M Libor	5,87	5,84	5,74	5,81	5,99
SWI 3M Libor	2,78	2,81	2,80	2,47	2,76
<b>Renten</b>					
2J. Treasuries	2,64	2,27	1,64	4,91	3,07
5J. Treasuries	3,40	3,04	2,49	4,85	3,46
10J. Treasuries	4,04	3,76	3,53	4,89	4,03
2J. Bunds	4,30	3,75	3,18	4,37	3,96
5J. Bunds	4,30	3,87	3,37	4,40	4,12
10J. Bunds	4,39	4,12	3,89	4,40	4,33
2J. JGBs	0,91	0,78	0,56	0,98	0,71
5J. JGBs	1,33	1,14	0,83	1,34	1,01
10J. JGBs	1,75	1,56	1,36	1,74	1,50
2J. Gilts	5,06	4,41	4,05	5,72	4,35
5J. Gilts	4,94	4,43	4,15	5,52	4,46
10J. Gilts	4,97	4,67	4,46	5,25	4,50
2J. Bonds SWI	1,73	1,44	2,01	2,76	2,20
5J. Bonds SWI	2,86	2,68	2,50	2,93	2,73
10J. Bonds SWI	3,21	3,11	2,94	3,02	2,97
<b>10J. Swap Spreads</b>					
USA	63	62	70	56	64
EUR	43	45	41	26	39
<b>Euro Unternehmensanleihen Spreads</b>					
JPM Credit Industrials	145	152	163	60	129
<b>Emerging-Markets-Anleihen Spreads</b>					
EMBI Latein Amerika	275	301	323	161	275
EMBI Asien	244	247	268	121	214
Euro EMBI Europa	91	92	86	44	73
<b>Währungen</b>					
USD/EUR	1,56	1,56	1,52	1,35	1,46
JPY/USD	106	104	104	122	112
GBP/EUR	0,79	0,79	0,76	0,68	0,73
CHF/EUR	1,62	1,62	1,58	1,65	1,66
<b>Rohstoffe</b>					
Gold \$/Oz	888	870	971	662	836
Crude Oil Brent \$/Barrel	128	110	101	68	94

Quelle: Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen

\* JE = Jahresende (oder Ultimo)

Tabelle 4

**Entwicklung der Aktienmärkte**

Aktien	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE*
Stand:	30.05.2008				
<b>Welt</b>					
MSCI World	1063	1,2%	4,5%	-10,8%	-6,1%
<b>USA</b>					
S&P500	1400	1,1%	5,2%	-8,5%	-4,6%
Dow Jones	12638	-1,4%	3,0%	-7,3%	-4,7%
Nasdaq	2523	4,6%	11,1%	-3,1%	-4,9%
<b>Europa</b>					
DJ Euro Stoxx TMI Large	325	-0,7%	1,7%	-16,6%	-13,0%
DJ Euro Stoxx 50	3778	-1,2%	1,4%	-16,3%	-14,1%
MSCI EMU	213	-0,5%	2,0%	-16,8%	-12,3%
DJ Stoxx 600	322	-0,3%	1,0%	-18,8%	-11,7%
DJ Stoxx 50	3183	-1,7%	-0,2%	-19,1%	-13,6%
MSCI Europe	1390	-0,3%	2,2%	-14,8%	-9,9%
CAC40	5014	0,4%	4,7%	-17,9%	-10,7%
DAX30	7097	2,1%	5,2%	-10,0%	-12,0%
MIB30	34253	-0,8%	0,5%	-20,8%	-11,9%
FTSE100	6054	-0,6%	2,9%	-8,6%	-6,2%
SMI	7511	-0,2%	-0,3%	-20,5%	-11,5%
<b>Japan</b>					
Topix	1408	3,6%	6,3%	-19,8%	-4,6%
<b>Asien ex Japan</b>					
MSCI AC Asia ex Jp	619	-2,4%	-0,1%	10,3%	-10,3%

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

Tabelle 5

**Entwicklung der Aktiensektoren**

Europäische MSCI Sektoren	aktuell	1 M.	3 M.	12 M.	JE*
Stand:	30.05.2008				
<b>Grundstoffe</b>	298	3,8%	9,8%	13,5%	6,9%
<b>Energie</b>	198	3,8%	14,2%	9,9%	2,7%
Öl & Gas	196	3,8%	14,2%	10,4%	2,5%
<b>Industriegüter</b>	167	2,7%	3,4%	-17,5%	-10,8%
<b>Gebrauchsgüter</b>	87	-0,7%	-0,9%	-26,5%	-15,5%
Automobile	101	-3,0%	-2,3%	-14,1%	-16,6%
Medien	69	-0,8%	-2,5%	-25,5%	-15,0%
Handel	85	-4,4%	-5,7%	-39,0%	-21,8%
<b>Verbrauchsgüter</b>	139	-0,5%	1,2%	-4,1%	-8,7%
Nahrungsmittel/Kosmetik Einzelhandel	90	-2,8%	-0,3%	-14,5%	-12,9%
Nahrungsmittelproduktion	132	0,5%	2,6%	0,1%	-6,8%
Haushaltswaren	267	4,0%	8,2%	-0,4%	-4,4%
<b>Gesundheit</b>	91	0,6%	-1,2%	-19,2%	-11,1%
Pharma	86	0,7%	-0,7%	-19,5%	-11,3%
<b>Telekommunikation</b>	76	0,1%	-4,3%	-8,9%	-17,3%
<b>Versorger</b>	175	4,2%	4,3%	-1,0%	-7,4%
<b>Finanzen</b>	96	-6,3%	-1,6%	-30,5%	-16,3%
Bank	113,2	-6,9%	-2,0%	-30,1%	-16,7%
Finanzdienstleister	96	-2,8%	3,9%	-24,1%	-14,9%
Versicherungen	59	-4,1%	0,7%	-23,1%	-11,6%
<b>Informationstechnologie</b>	64	1,7%	-3,1%	-21,6%	-15,6%
IT-Services	17,2	4,4%	13,8%	-22,0%	1,3%
Software	84,9	9,7%	12,8%	0,5%	0,6%
Kommunikations-ausrüstung	74,8	-1,6%	-11,9%	-24,1%	-21,3%
Computer und Peripheriegeräte	57,4	7,0%	20,2%	-9,7%	-18,5%
Halbleitersausrüstung	93,8	3,5%	11,1%	-33,3%	-18,1%

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

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

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)  
Marianna Gurmann (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 Siepmann (Tel.: +49 221/1636-342)  
Dr. Florian Späte, CIIA (Tel.: +49 221/1636-367)  
Dr. Martin Wolburg (Tel.: +49 221/1636-346)

**E-Mails Deutschland:**

vorname.nachname@geninvest.de

**E-Mails Italien:**

vorname.nachname@am.generalinvest.com

**Editor:**

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

**Herausgeber:**

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

**Redaktionsschluss:**

30. Mai 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