

19.9.2007

Interest rate, currency and equity market prospects in the USA, Europe and Japan

Banks unsettled by U.S. real estate crisis and rising risk premiums

The U.S. central bank estimates the potential damage from the U.S. real estate crisis at around USD 100 billion. More pessimistic forecasts from European banks put the potential losses at USD 200 billion. This corresponds to between 0.7% and 1.4% of the U.S. GDP. This is not a dramatically high figure, especially if you consider that it is not just U.S. banks feeling the impact, with the risk in fact also spread via a variety of vehicles between European, Australian and Asian banks. This risk spread across a large number of regions and banks coupled with a sharp rise in risk aversion in the credit segment has led to a great deal of uncertainty regarding which banks would potentially be affected, what the impact would be and whether it would lead subsequently to a liquidity crisis.

How could the liquidity flow pick up again?

As the paralysis in the money market was triggered by a general loss of confidence, greater transparency would be the best remedy. Results for the third quarter are about to be published and this presents the perfect opportunity to mitigate uncertainty regarding line items in banks' balance sheets. Of course, balance sheets do not directly show every risk, but price changes in derivatives and corporate bond markets should be evident as should the loss of business and the need to ensure bridge financing.

The fact that liquidity is still in place, has even been increased by the general facility provided by the central banks and though hoarding as well as the fact that it is available to too great an extent at most financial institutions, indicates that trading and credit activities will pick up only slowly. These liquid portfolios of overnight and seven-day money generate very little return, while riskier investments offer the lure of rising risk premiums. Ultimately when the price is right, investors will enter the market again.

U.S. equity market

The outlook for corporate profits remains positive and the again somewhat more attractive stock valuations would indicate that the equity market appears safe from any further downward trend. However, the upside potential is not extensive, especially as the pace of economic growth appears to have slowed. In such an environment, we recommend paying particular attention to balance sheet quality when investing in U.S. equities.

Preference should be given to growth stocks in the current market environment as these companies usually generate the funds they need for expansion by retaining profits, while value stocks often rely on outside financing. In times of strained credit markets, a need for borrowing is certainly a disadvantage. In addition to their generally more favourable valuations, this situation is one of the main reasons we are expecting growth stocks to outperform value stocks in the coming quarters. In the current phase of the economic cycle, value stocks should, in any case, be underweighted.

From a technical viewpoint, we expect stable development in the U.S. equity market in the coming months. The long-term trend remains intact.

USA: interest rates, bond market and the currency

The situation in the U.S. real estate market is characterised by high inventories and the end of extremely lax mortgage lending practices. Both point to sustained weakness in the sector and we anticipate that prices will come under significantly greater pressure than before. This "negative asset effect" will adversely impact consumption propensity, especially as no new jobs have been created recently. The FOMC meeting is on 18 September, just before publication of this issue of Global Strategy. We expect a cut in the interest rate of 25bp. 50bp would seem feasible but we believe that this would signal nervousness which the Fed wants to avoid. In any case, however, we are expecting a further cut of 25bp before the end of the year. In the bond market, the EUR/USD exchange rate already seems to discount the weak economic performance. Nevertheless, the uncertain further development in the USA naturally represents a downside risk.

European equity market

Sentiment indicators, such as the falling ZEW index, reflect the considerable deterioration in confidence on the European stock markets. The crisis in the credit markets is a significant contributory factor to investor jitters. In the worst case, we anticipate that investment activity will decline further, which in turn will result in lower profit forecasts and a trend towards downwards revisions. On the other hand, the currently high oil price should fall once inventories are topped up and the good economic position of the Eurozone should support estimates of GDP growth of 2.3%. Even if the previously very high value for company profit expectations is hardly likely to be matched in the coming quarters, we expect robust company data for the next quarter. Consequently, we are expecting stock markets to be nervous at the beginning of the fourth quarter with a tendency towards declining prices. However, as time progresses, we expect investors to take the fundamental data into account again, and the fundamentals for Europe continue to be good. We therefore believe that price rises are likely again towards the end of the year.

Eurozone: interest rates and the bond market

From today's perspective, we assume that there will be no credit crunch for the real economy, although risk premiums are likely to fall only slowly. The weakness in the U.S. economy could still have a mildly adverse effect. We have therefore revised our forecasts for investments and exports in 2008 slightly downwards. The basis for our positive growth scenario remains the extraordinarily good performance of the labour market and corresponding rise in disposable income for private households. On the whole, we therefore anticipate that the upswing in the eurozone will continue, but have downgraded our GDP growth forecast from +2.7% y-o-y to +2.3% y-o-y. The expected stabilisation in the financial markets following the turbulence will give the ECB Governing Council the option of raising interest rates again in the fourth quarter. The recent sharp decline in yields on government bonds should pick up again if this is the case.

Japanese equity market

In fundamental terms, the valuation of the market is extremely attractive. The price slides of recent weeks – coupled with a renewed upturn in corporate profits – have led to historically low valuations and pressure on the equity market in this respect should ease. As foreign demand continues to have a major influence on economic development in Japan, it is unlikely that the Japanese equity market will break away from the trend in other major stock markets to any significant extent in the coming months. Investors are therefore likely to focus on the political future of the country as well as on the further development of the yen and the American economy. As these factors are currently hard to forecast, we recommend underweighting the Japanese equity market. Our sector allocation concentrates on traditional defensive sectors such as healthcare and insurance, which should offer a safe haven with their favourable PERs and attractive dividend yields.

Japan: interest rates and the currency

GDP in Japan shrank by 0.3% quarter-on-quarter in the second quarter of 2007, although above-average growth in the first quarter ensured a basis effect. We assume that the Japanese economy will record positive q-o-q growth again for the third quarter. This is indicated both by the level of incoming orders and growth in employment. After the ECB left interest rates unchanged at its last meeting and the Fed is expected to cut interest rates, a potential rate rise in Japan is likely to be postponed until the next quarter at least. As we expect the importance of carry trades to dwindle, the yen should be able to firm against the U.S. dollar and the euro.

Global Strategy - Ausblick Internationale Finanzmärkte

Fritz Mostböck, CEFA
Head of Group Research

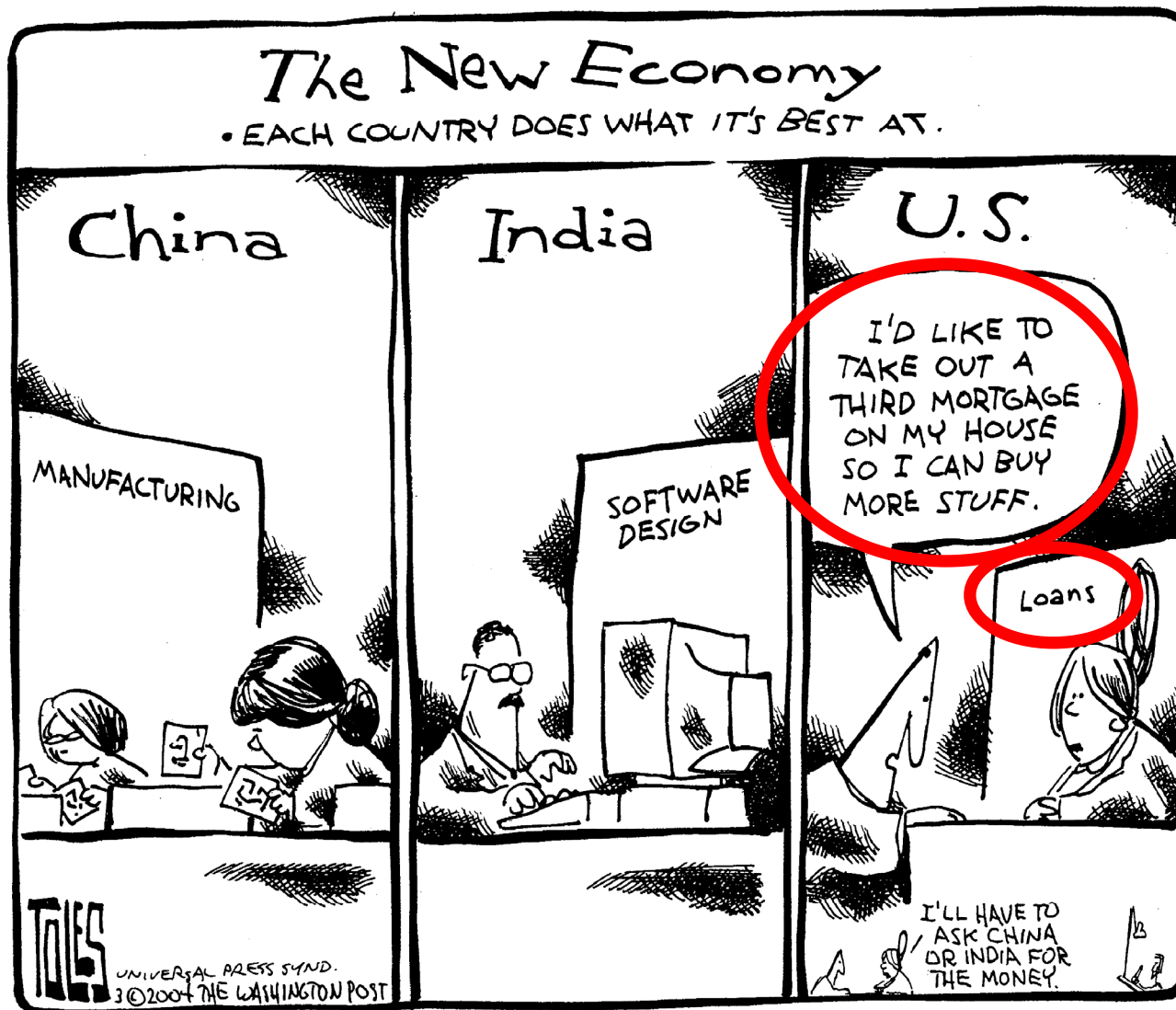
Rainer Singer
Macro-/FI Research

Hans Engel
Market Strategist, International Equities

**Pressekonferenz
19. September 2007**



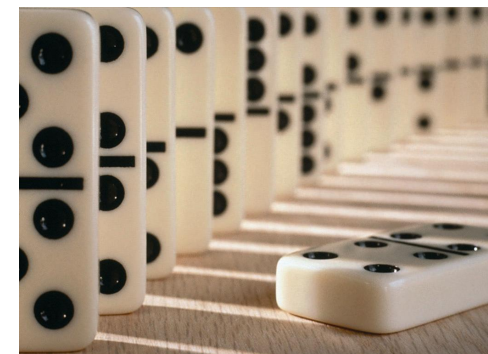
Globalisierte Finanzmärkte



„Ein an sich
alter Hut, aber:
**aus Spaß
wurde ernst...**



...der Domino-
Effekt nahm
seinen Lauf!“



Quelle: The Washington Post 2004

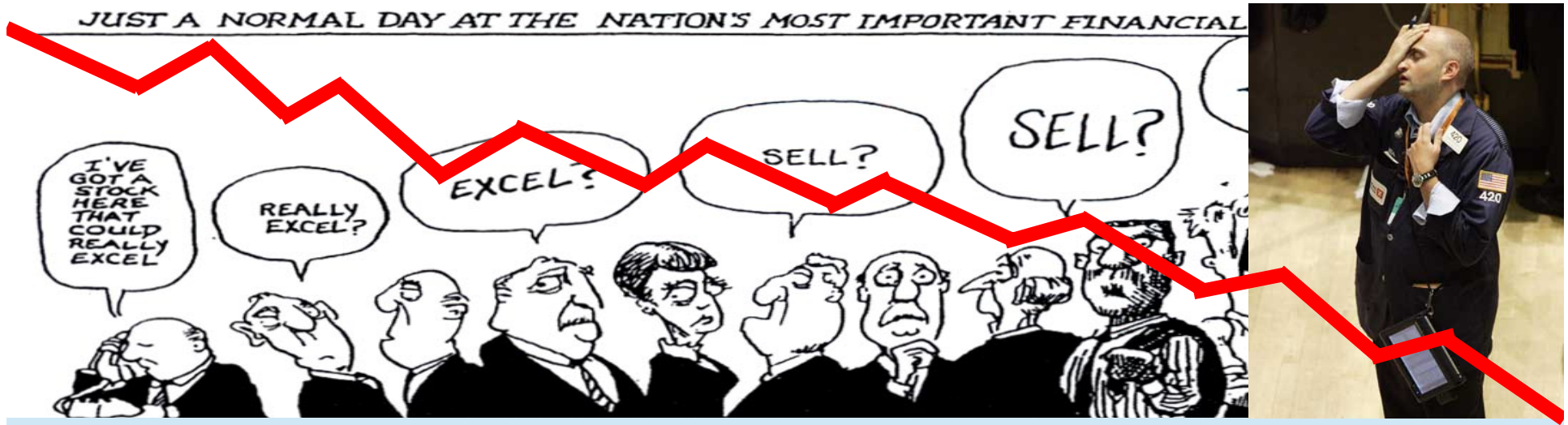
Globalisierte Panik machte sich breit...



Das Platzen des Hypotheken-Hypes in den USA versetzte internationale Märkte unter Druck.



Notenbanken stellten erhebliche Liquidität zur Verfügung. Von einer nachhaltigen, länger anhaltenden Finanzkrise ist aber - unserer Meinung nach - nicht auszugehen.



Global Strategy - Summary

Warum ist das so?

Volkswirtschaft/ Rentenmärkte

USA: Schwäche hält an, Risiken weisen nach unten,

Euroland: Konjunkturaufschwung anhaltend,

Japan: Q2 sollte sich als Tiefpunkt erweisen.

Aktienmärkte

USA: fester Aktienmarkt, geringeres Wachstumspotential erwartet,

Euroland: Jahres-Endrally nach ausgestandener Subprime-Krise möglich,

Japan: attraktive Bewertung, Belastungsfaktoren überwiegen.

Performance-Tabelle (in EUR)

Performance ¹⁾	2006	2007 Ytd
Globale Aktien	+5,5%	-0,4%
Technologieaktien	-3,7%	+7,4%
Globale Renten	+1,1%	+2,7%

Globale Aktien = MSCI World-Index

Globale Renten = JPMorgan Global Government Bond Index

Technologieaktien = Nasdaq 100

Performance ¹⁾	2007 Ytd
Dow Jones	+7,5%
S&P 500	+4,1%
Nikkei 225	- 8,3%
DAX	+13,2%
FTSE 100	- 0,1%
CAC 40	- 1,6%
AEX	+6,0%
SMI	- 0,9%
ATX	- 0,3%

1) auf Euro-Basis, 18.9.2007

Quelle: Bloomberg

Aktien oder Anleihen?

Pro



- Konjunktur wächst, aber differenziert
- Gewinnwachstum intakt
- Gewinnrevisionen positiv (Europa)
- Bewertungen attraktiv
- Höhere Verzinsung Aktien
- Liquidität in Aktien

Kontra

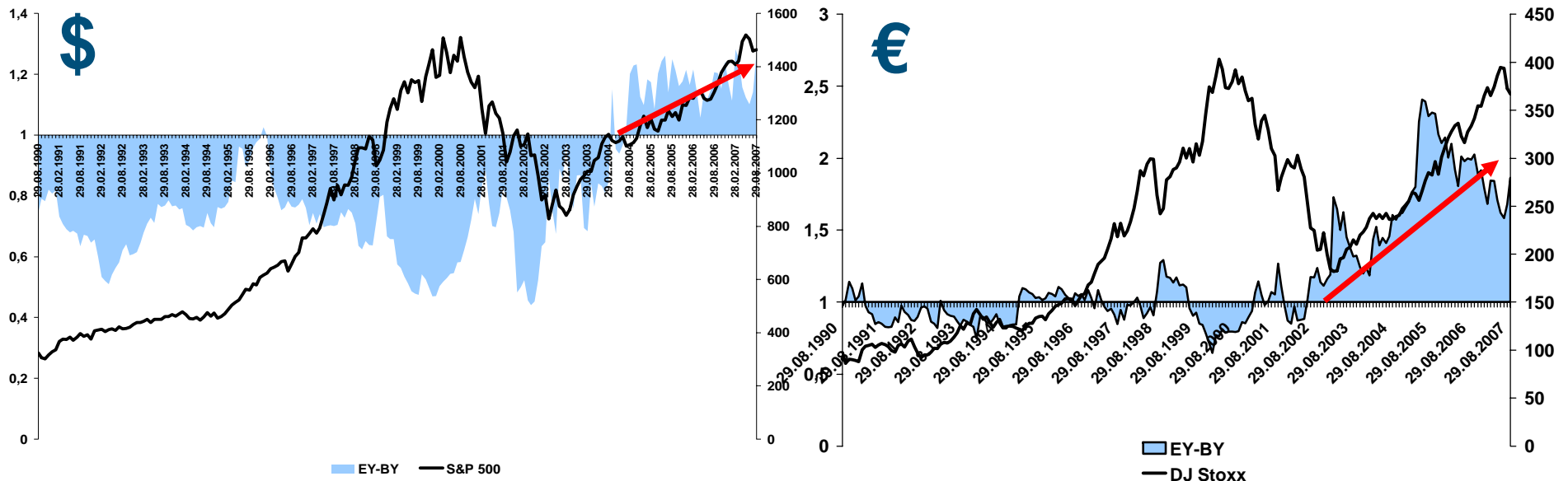


- Sentiment teilweise sehr skeptisch/ Volatilität
- Weitere Auswirkungen US-Hypotheken-Krise
-> Zahlen zu Q3 in November?
- Liquiditätsreduktion infolge Unsicherheit
- Rückgang US-Wachstum bis zu Rezession?



Der Turbo für Aktien ist im Vergleich zu vergangenen Jahren ausgegangen -> gegenüber Renten neutral.

Gewinn- vs Bondrendite



- USA: 125 BP-Spread zugunsten von Aktien (links),
- Euroland: 190 BP-Spread zugunsten von Aktien (rechts),
- Aktien sind gegenüber Renten unter Renditegesichtspunkten als nach wie vor fundamental attraktiver einzustufen.

Asset Allocation Q4 2007

Neutrales Portfolio	Gewichtung Erste Bank	
Cash	<i>Neutral</i>	↔
Aktien	<i>Neutral</i>	↔
Bonds	<i>Neutral</i>	↔
Internationales Bond-Portfolio ¹⁾		
Europa	<i>Neutral</i>	↔
USA	<i>Übergewichten</i>	↗
Japan	<i>Untergewichten</i>	↘
High Yield/ Emerging Markets	<i>Übergewichten</i>	↗
Internationales Aktien-Portfolio ¹⁾		
Europa	<i>Übergewichten</i>	↗
USA	<i>Untergewichten</i>	↘
Japan	<i>Untergewichten</i>	↘
Emerging Markets (Osteuropa, Asien)	<i>Übergewichten</i>	↗
FX-Allocation		
Dollar-Block	<i>Neutral</i>	↔

1) ohne Berücksichtigung von Währungsprognosen/ Märkte absolut.

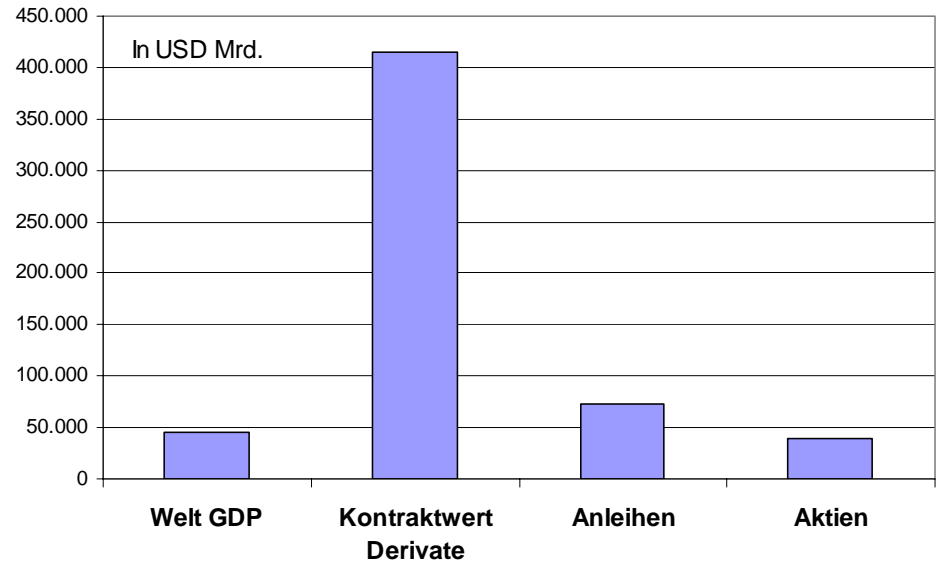
Ausblick Volkswirtschaft, Zinsen, Renten und Währungen

Rainer Singer
Macro-/FI Research

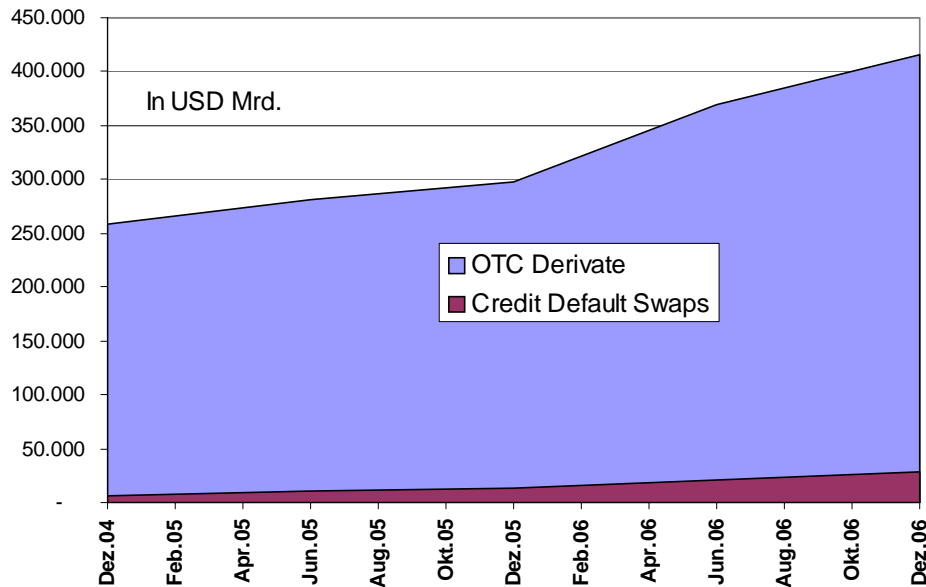
Warum ist der Markt so nervös?

Verlustpotential aus US-Subprime Krise wird auf 100 bis 200 Mrd. USD geschätzt. Dieser Betrag sollte nicht ausreichen um den Bankenapparat lahm zu legen.

Das Problem ist, dass in den letzten Jahren nicht nur die Liquidität in Form der Geldmenge gewachsen ist, sondern auch durch den Einsatz von Derivaten der Leverage erhöht wurde, das heißt es wurde mit wenig liquidem Einsatz viel Investment getätigt.



Die Zinserhöhungen sollten u.a. das Risikobewusstsein der Anleger wieder erhöhen, was nun sehr schnell erfolgte.



Gegenseitige Kapitalverflechtung

Per Juni 2006 hielten Ausländer in Summe ein Volumen von 7.162 Mrd. USD an US Wertpapieren. Davon entfielen 2.000 Mrd. USD auf Corporate Bonds (was auch Asset Backed beinhaltet).

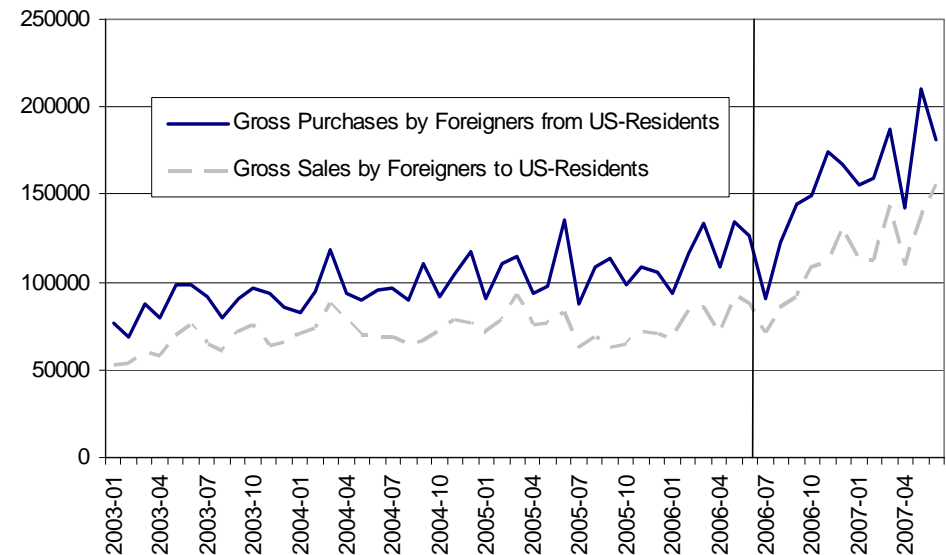
Die Graphik zeigt den starken Anstieg der Zu- und Abflüsse am US-Finanzmarkt in den 12 Monaten von Juni 2006 bis Juli 2007. Dies legt die Vermutung nahe, dass der Anteil an US-Corporate Bonds im Ausland in dieser Zeit stark angewachsen ist.

Daher muss man davon ausgehen, dass aktuell mehr als die 340 Mrd. USD an Mortgage Backed Securities im Ausland gehalten werden. Das größte Problem dürften dabei deutsche Banken haben.

Jun-06	Outstanding volume	Held by foreigners
Stocks	23,750	2,430
Treasury Bonds	3,321	1,727
Govt. Agencies	5,874	984
Corporate	9,893	2,021
Total	42,838	7,162

Stocks of asset backed securities hold by foreigners in USD mn

	Total corporate asset-backed	Mortgage -backed	Other asset-backed
Cayman Islands	103,686	72,374	31,312
United Kingdom	88,416	44,082	44,334
Luxembourg	50,304	22,381	27,923
Netherlands	41,039	26,994	14,045
Belgium	40,858	17,739	23,119
Japan	36,134	19,756	16,378
Germany	30,027	22,272	7,755
Switzerland	28,059	14,343	13,716
Jersey	27,063	17,399	9,664
Bermuda	26,915	14,385	12,530
Country unknown	619		619
Rest of world	121,132	69,146	51,986
Total	594,252	340,871	253,381



Was könnte die Situation entspannen?

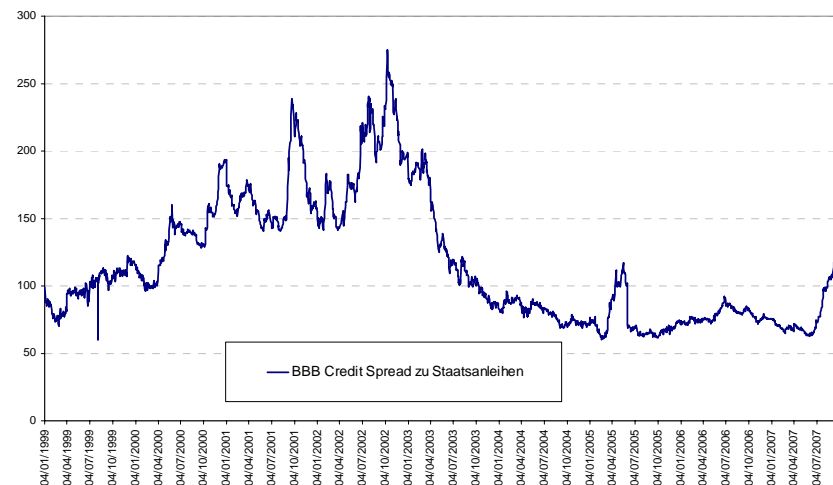
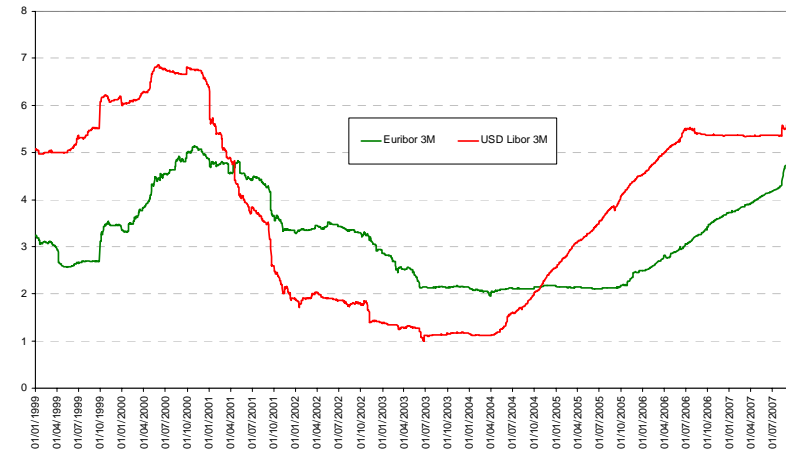
Eine Verbesserung der Transparenz: einerseits durch die beginnende Berichtssaison für das dritte Quartal, andererseits aufgrund des Vertrauens in die Notenbanken, die über ihre direkten Kontakte zu allen Banken einen guten Überblick über die Situation haben sollten.

Klarheit darüber, dass die Notenbanken den Geldmarkt jedenfalls liquide halten werden.

Das deutlich attraktivere Preisniveau.

Die Tatsache, dass jeder Tag an dem man kein Risiko eingeht, auch bedeutet kein Geld zu verdienen.

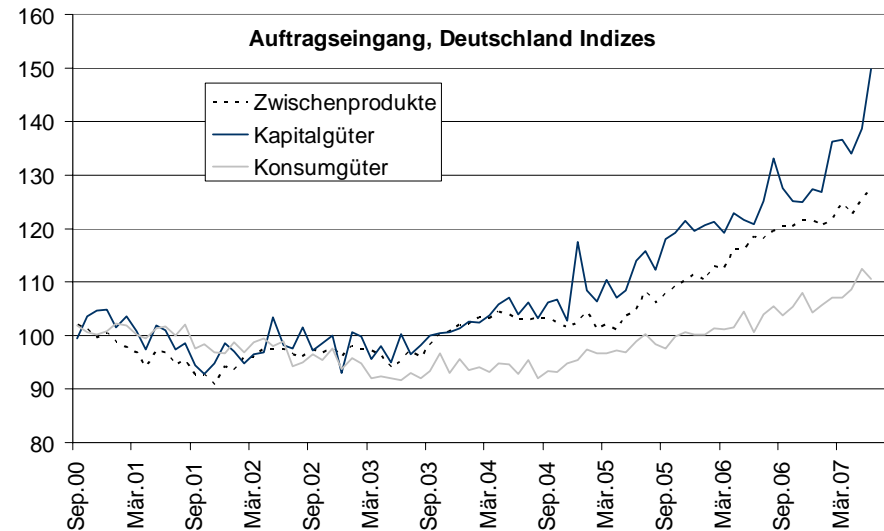
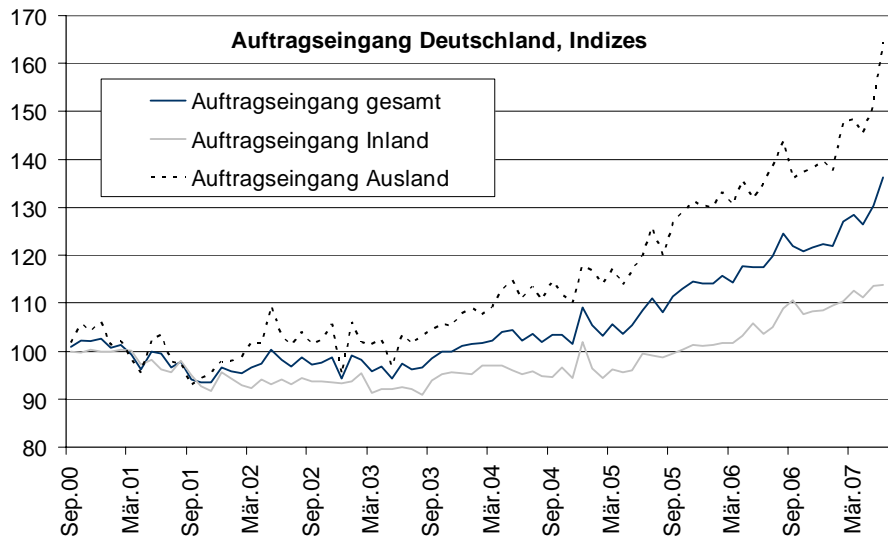
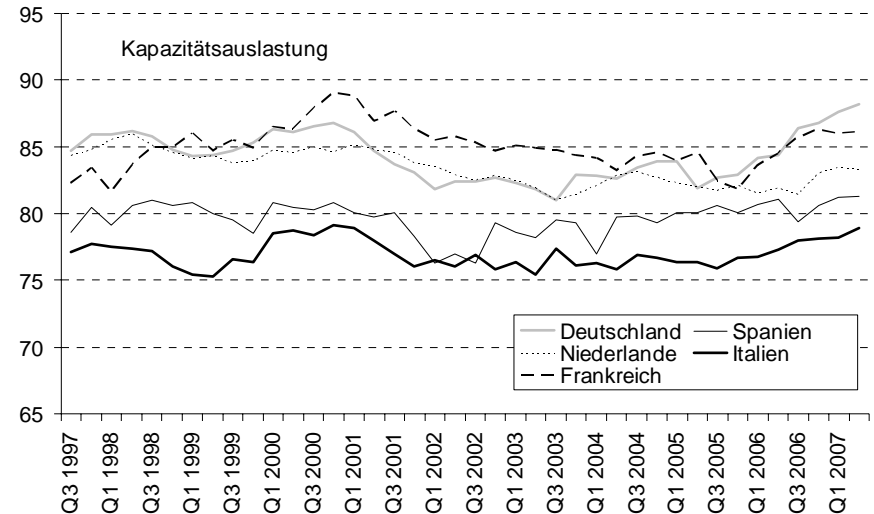
Der Umstand, dass sich abgesehen von den USA keine Kontraktion der Realwirtschaft abzeichnet.



Euroland: Konjunktur

Der Investitionszyklus ist noch nicht zu Ende. Dafür sprechen die weiter steigende Kapazitätsauslastung der großen Länder aber auch der nochmals massiv angestiegene Auftragseingang der deutschen Hersteller von Kapitalgütern.

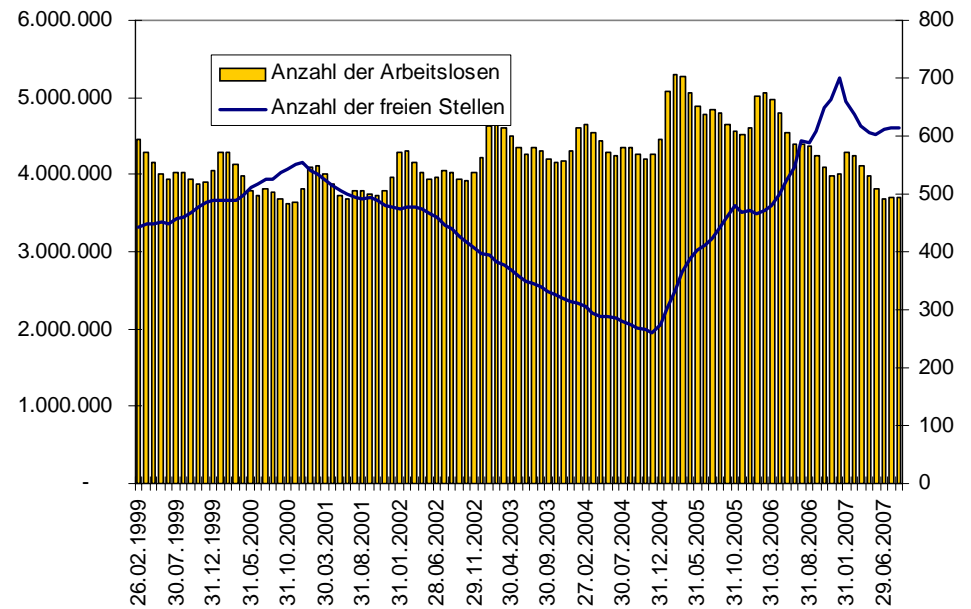
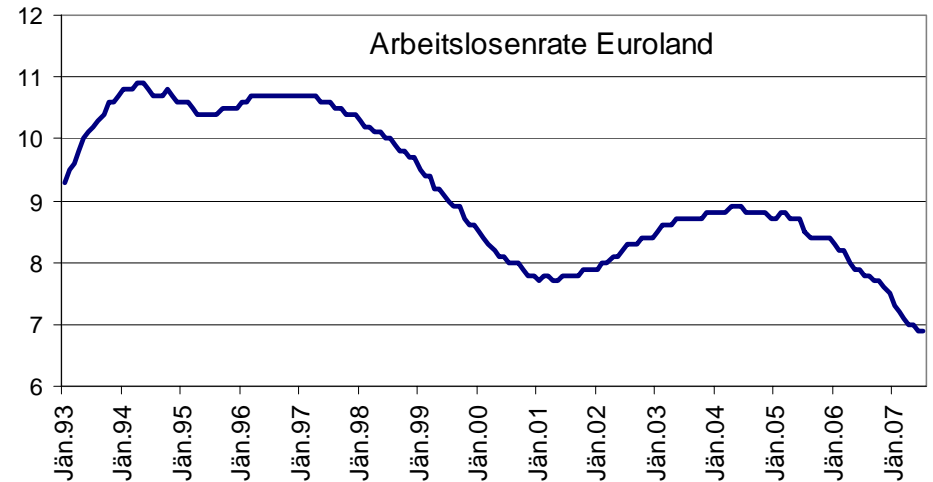
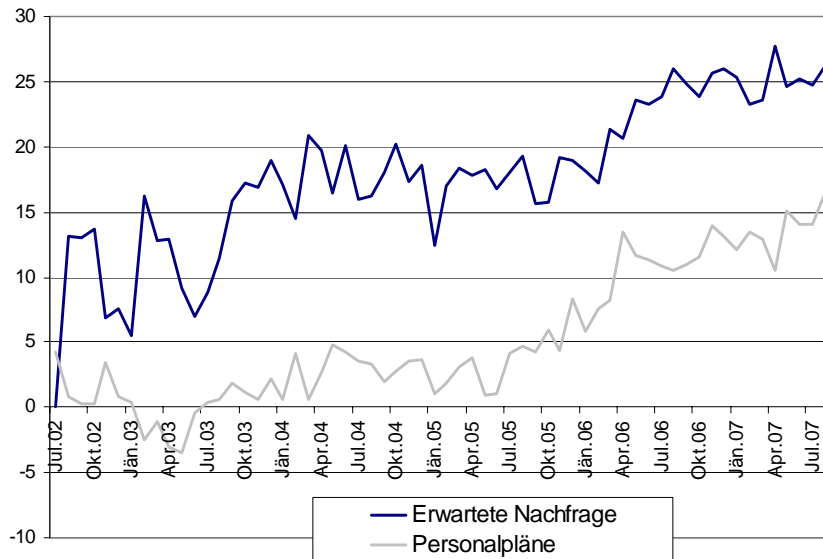
Der Export nach Asien und Osteuropa kann die schwache Nachfrageentwicklung aus den USA bei weitem wett machen.



Euroland: Arbeitsmarkt

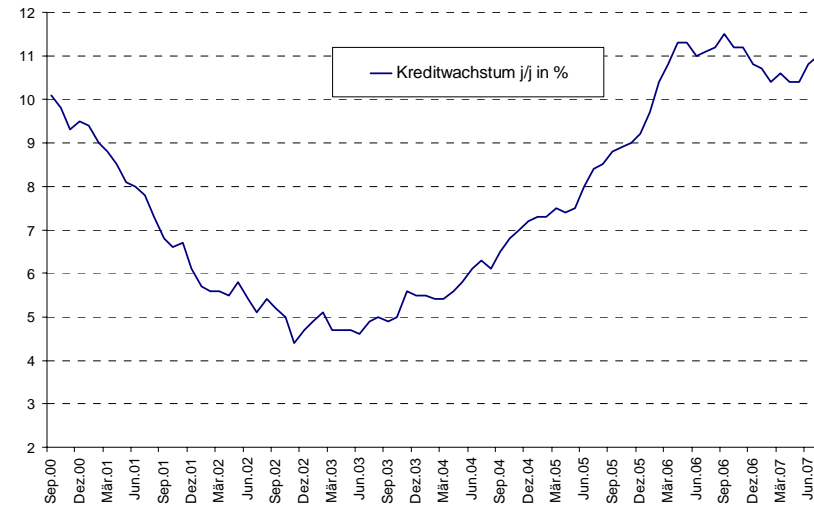
Die Arbeitslosenrate liegt unter 7% und weist auch weiter nach unten. Der Arbeitsmarkt in Deutschland verzeichnet bereits Engpässe in einzelnen Sektoren.

Die Einstellungspläne des Dienstleistungsbereiches – als arbeitsintensiver Bereich – weisen weiter nach oben.



Euroland: Kapitalmärkte

Bisher gibt es keine Hinweise darauf, dass die Realwirtschaft in Euroland stark negative Effekte zu befürchten hätte. Im Juli stiegen die Kredite an Unternehmen und private Haushalte nochmals an.



Staatsanleihen konnten von der Angst vor einem Credit Crunch profitieren. Mit einer Beruhigung der Situation sollte sich dieser Sicherheitsbonus langsam wieder auflösen. Rechnet man nicht mit einer Rezession und/oder einem „Credit Crunch“ bieten Staatsanleihen auf aktuellen Niveaus wenig Kursphantasie.

Prognose

	aktuell	Dez.07	März. 08
3M Euribor	4,75%	4,35%	4,35%
10j dt. Bund	4,24%	4,60%	4,70%

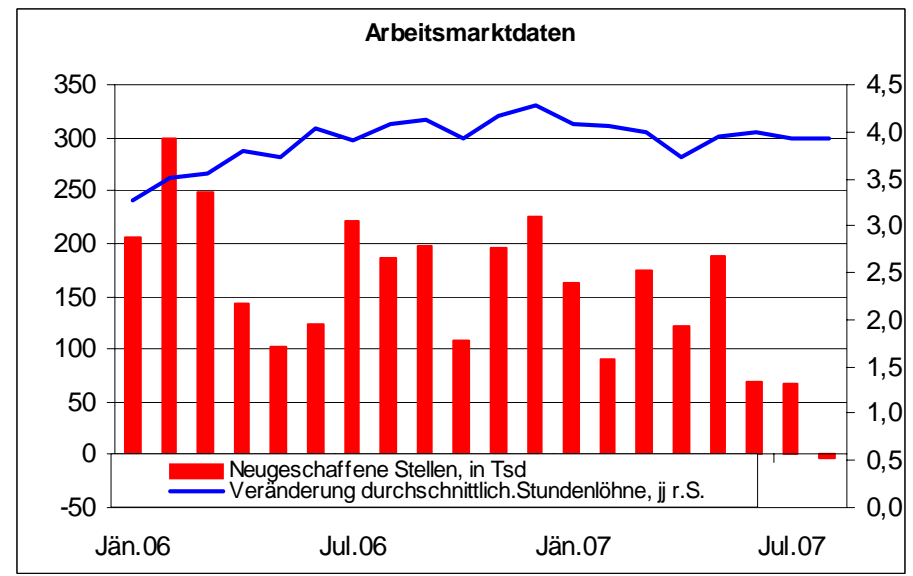
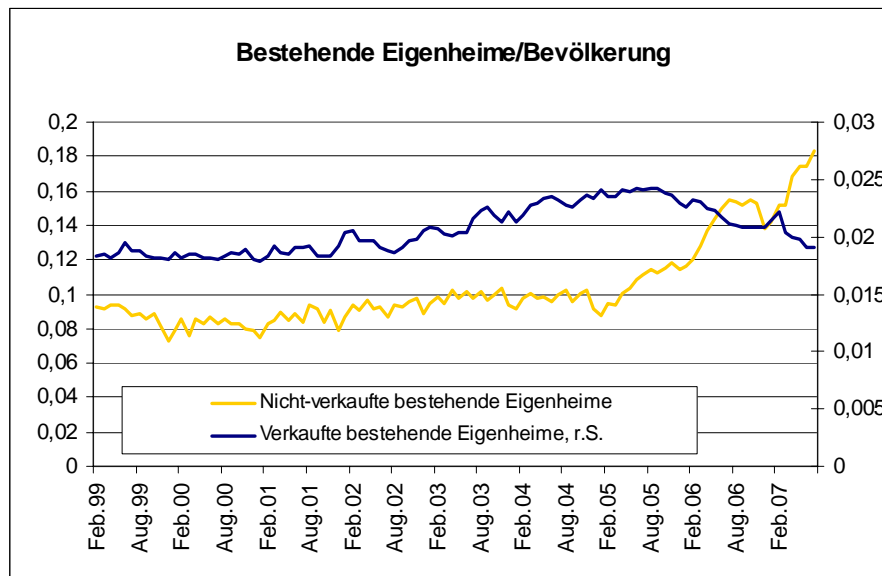
USA: Konjunktur

- Abschwung am „housing market“ ist bis jetzt ohne nennenswerte Preisrückgänge von Statten gegangen.
- Der Lagerabbau hat aber noch nicht einmal begonnen.
- Die restriktivere Kreditvergabe wird den Lagerabbau erschweren und macht damit Preisrückgänge wahrscheinlich.



Somit ist von einem negativen Vermögenseffekt auszugehen

- Jüngste Arbeitsmarktdaten haben den Ausblick für den Konsum weiter eingetrübt.



USA: Kapitalmärkte

- Risiko für die Fed ist ein abermaliger massiver Abschwung des Immobilienmarktes
- ...und anhaltende Liquiditätsverknappung im Finanzsektor
- Der erste Aspekt wird reichen, um kontinuierliche Zinssenkungen auszulösen, alles darüber hinaus wird von der Situation des Finanzsektors abhängen



Zinsen werden bis weit ins Jahr 2008 gesenkt



Wir sehen den Rentenmarkt derzeit als fair bewertet, das Risiko für die Renditen ist nach unten gerichtet



Wir erwarten bis zum Jahresende eine leichte Abschwächung des Dollar und danach eine Seitwärtsbewegung; Risiko liegt in einer stärkeren Abschwächung

Prognosen	aktuell	Dez. 07	Mar. 08
3m Zinssatz	5,59	4,7	4,5
10y Rendite	4,45	4,6	4,6
EUR/USD	1,386	1,4	1,36

Japan: Kapitalmarkt

Zinsanhebung verschoben

- Aufgrund der Subprimekrise und dem damit verbundenen geringeren Angebot am Geldmarkt, ließ die BoJ die Zinsen im August konstant, obwohl dieser Zinsschritt nur wenige Wochen zuvor bereits eingepreist war.
- Kein Druck auf die BoJ von Seiten der Preise. Wir sehen die nächste Zinserhöhung im vierten Quartal

Carry Trades teilweise aufgelöst

Im Zuge der Subprime Turbulenzen und dem Anstieg der Risikoaversion konnte der Yen deutlich aufwerten.

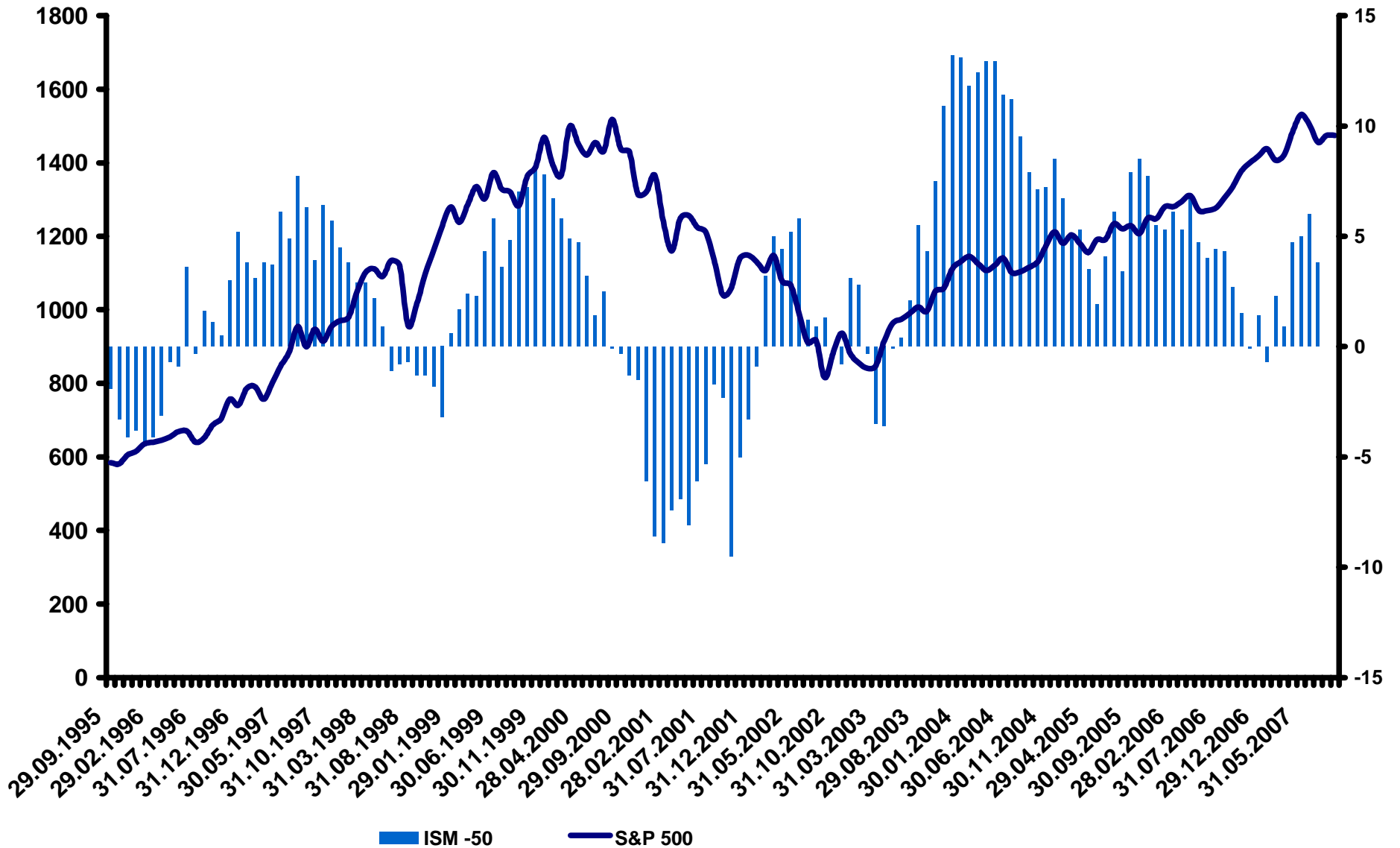
Aus unserer Sicht ist das Umfeld für Carry Trades wenig attraktiv, Druck auf den JPY von dieser Seite sollte daher begrenzt bleiben

Prognose	aktuell	Dez 07	März 07
3m Zinssatz	1,0%	1,0%	1,2%
EURJPY	160	157	152
USDJPY	115	112	112

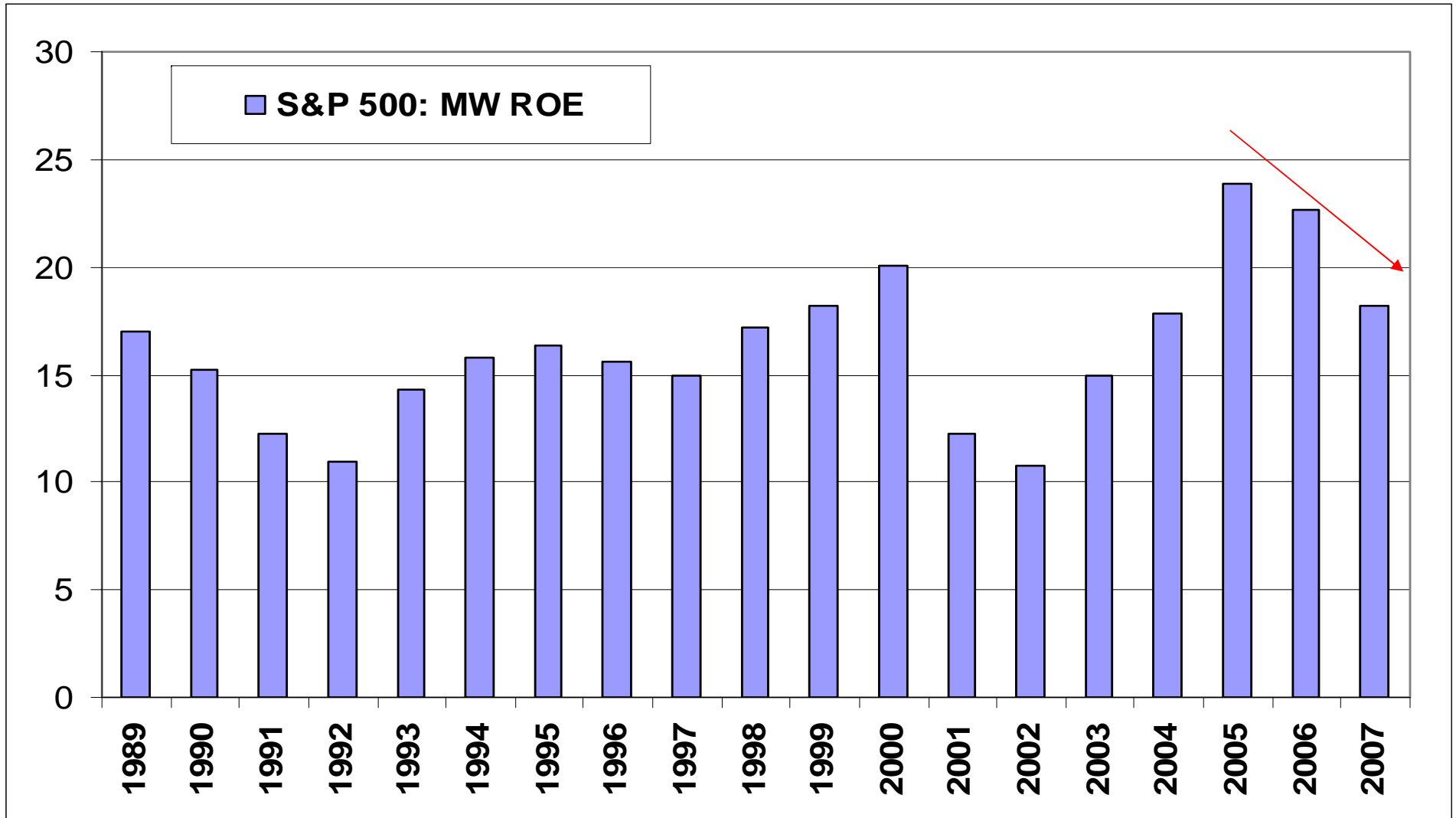
Ausblick Internationale Aktienmärkte

Hans Engel
Market Strategist, International Equities

USA: ISM Index vs Aktienmarkt



USA: S&P 500 - Eigenkapitalrentabilität



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

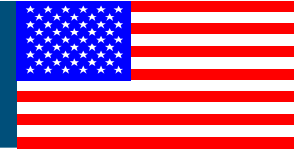
USA: S&P 500 Charttechnik



Source: Thomson Datastream

Aufwärtstrend intakt, Index ist wieder in der Mitte des Trendkanals

USA: Fazit und Ausblick



Negativ

- abgeschwächter US-Konjunkturausblick (BIP-Wachstum),
- Schwäche in einigen Sektoren ist auffallend (Utilities, Einzelhändler)
- Dynamik des Cashflow-Wachstums gering
- Abschwächung der Quartalsergebnisse und der Rentabilitätskennzahlen bei Industrieunternehmen wahrscheinlich
- Bewertung nicht attraktiv (KGV S&P 500: 17)

Positiv

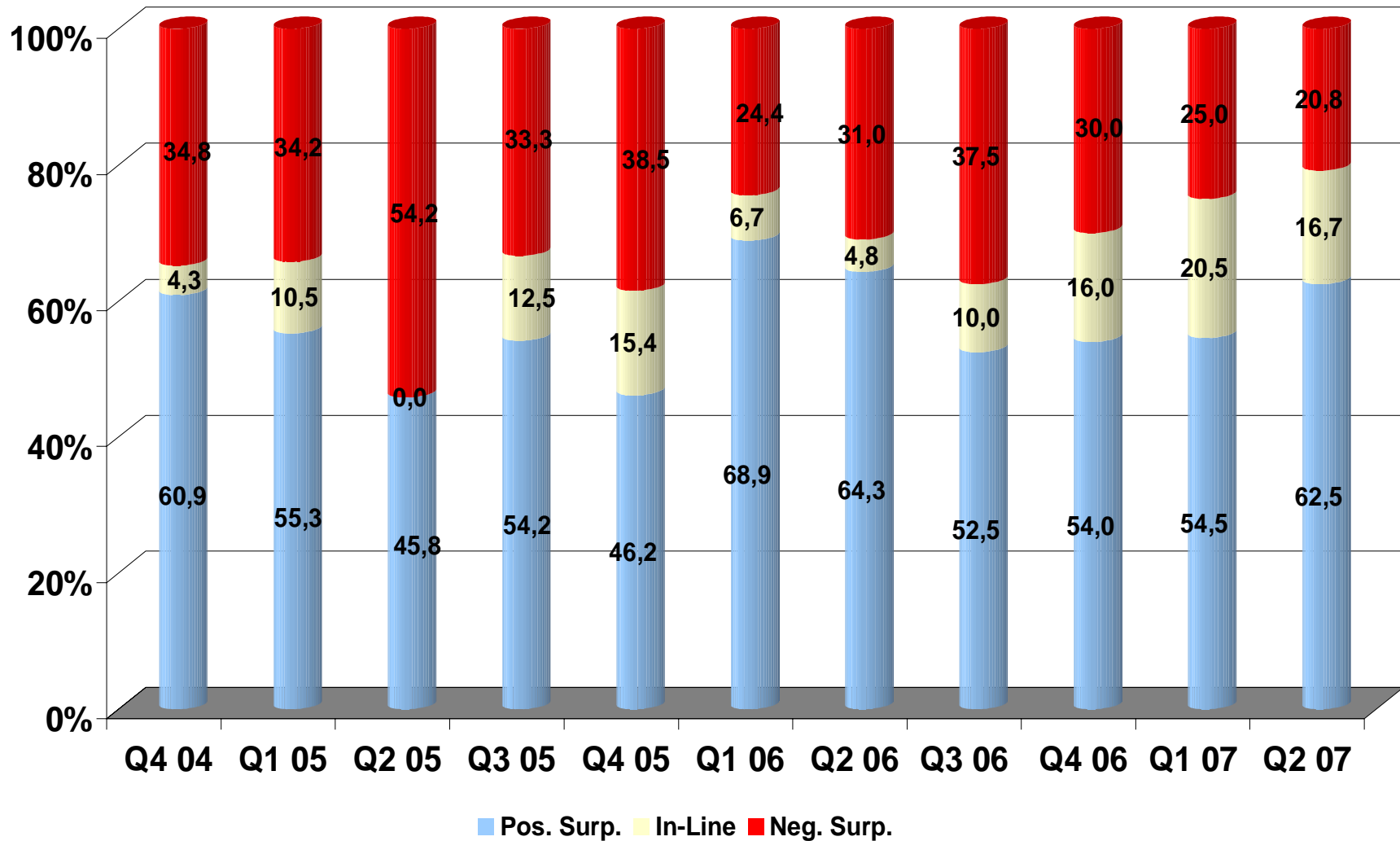
- + ISM-Index weiter deutlich im positiven Terrain
- + in Summe: moderates Gewinnwachstum für 2007 und 2008 wird erwartet
- + Aufwärtstrend beim S&P 500 ist intakt

Fazit

- Bodenbildung beim S&P 500 ist nahezu abgeschlossen, mittelfristig ist eine positive Entwicklung wahrscheinlich
- Aber: Untergewichten aufgrund geringerer Wachstumsperspektiven im Vergleich zu anderen Regionen

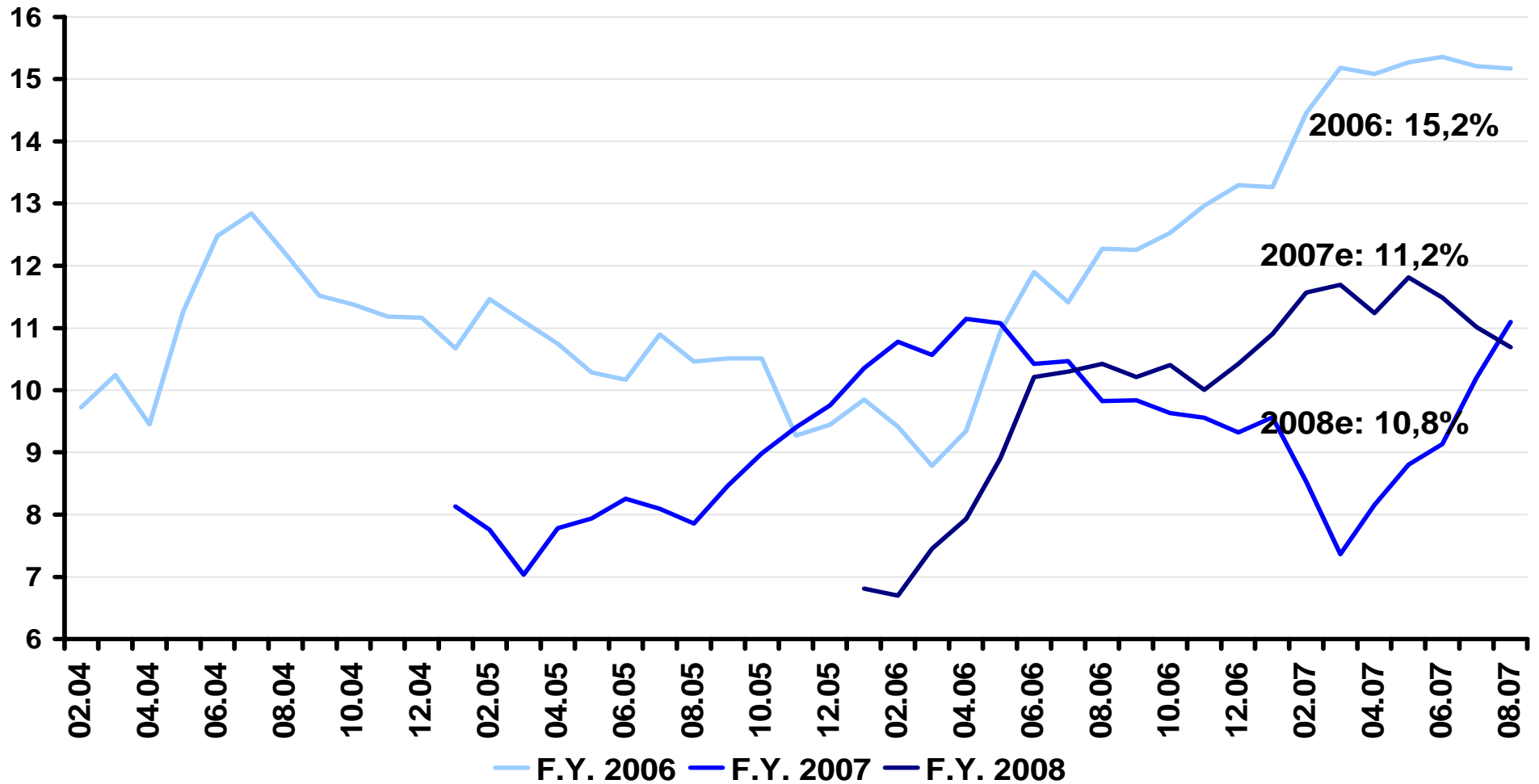
EuroStoxx50: Earnings-Surprises Q4/04-Q2/07

Gewinnüberraschungen Unternehmen EuroStoxx 50 in (%)



Euroland: Gewinnerwartungen

EPS Growth DJ Euro Stoxx



Euroland: DJ Euro Stoxx



Source: Thomson Datastream

Quelle: Datastream



Negativ:

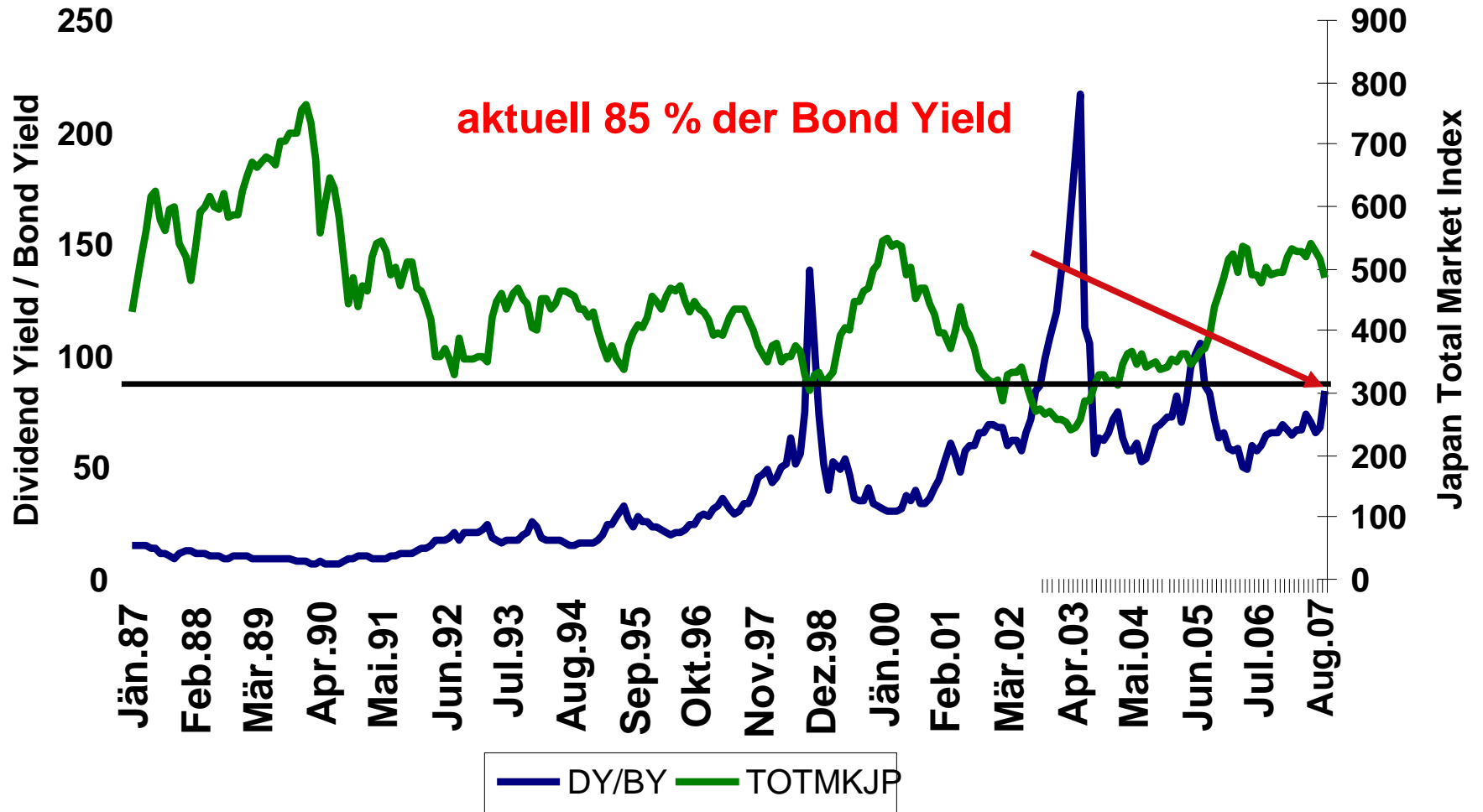
- **Ausmass und Dauer der Auflösung der Kreditkrise ist ungewiss**
- **Hoher Euro/Dollar Wechselkurs**
- **weitere Zinserhöhung der EZB wahrscheinlich**
- **anziehende Energie- und Rohstoffpreise (ÖL)**
- **abgeschwächte Gewinndynamik für 2007 und Revisionstätigkeit**

Positiv:

- **anhaltend positives konjunkturelles Umfeld (privater Konsum, Investitionen)**
- **weiterhin relativ günstiges Bewertungsniveau**
- **stabile, positive Gewinnüberraschungen und Ausblicke der Unternehmen**
- **Konjunkturindikatoren positiv**

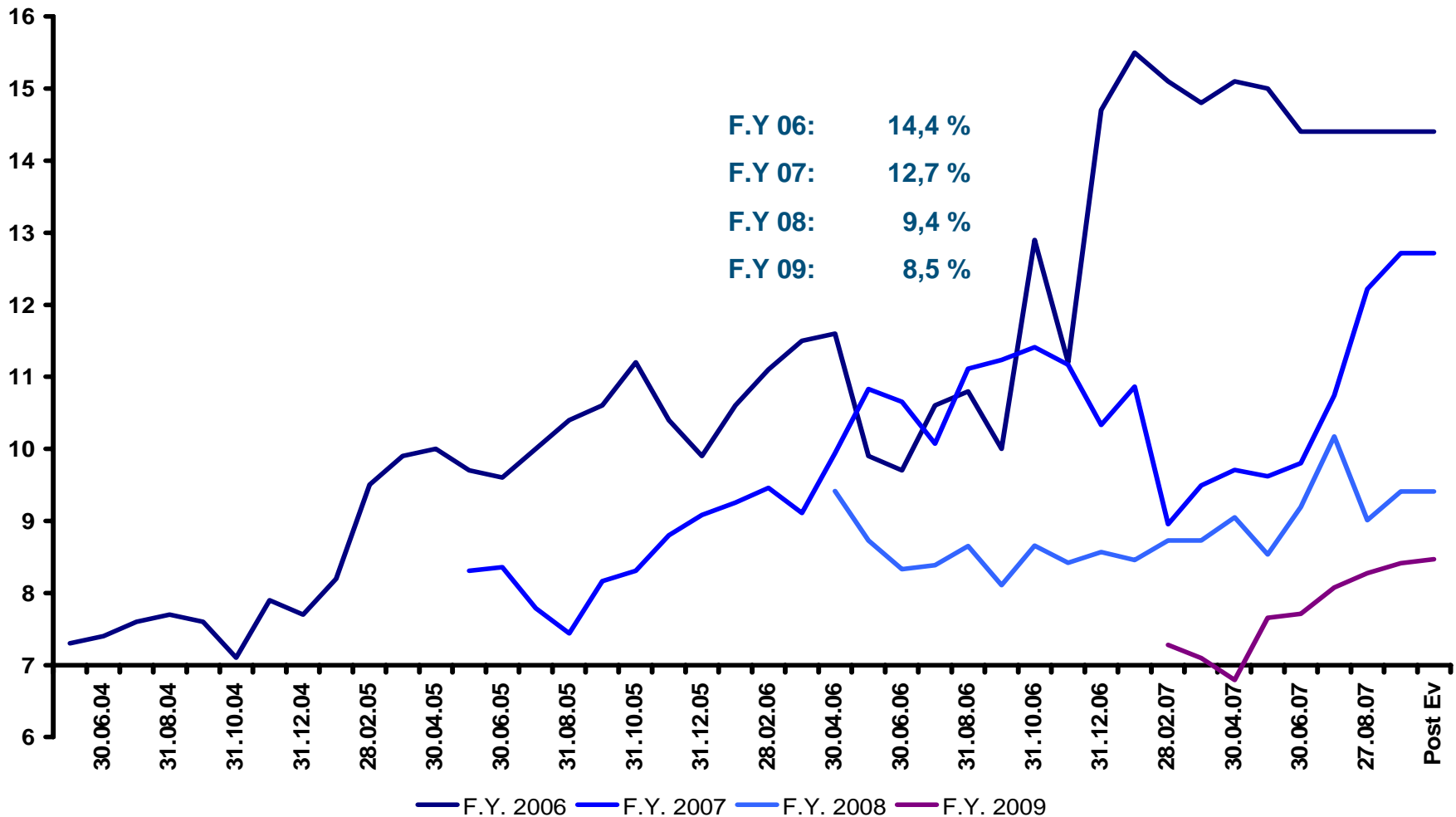
Fazit: Marktumfeld hat sich wieder verbessert (IKB Krise, Sachsen-LB Debakel wahrscheinlich ausgestanden), Bewertungen sind günstig, Wachstumsaussichten intakt: Übergewichten

Japan: Dividend Yield/Bond Yield



Japan: Gewinnerwartungen

EPS Growth Median for Nikkei225



Japan: Fazit und Ausblick



Positiv:

- Deutlicher Überhang positiver Revisionen
- TANKAN-Index bestätigt positives konjunkturelles Umfeld
- Nach wie vor hohes Gewinn- und Umsatzwachstum
- historisch günstige Bewertung (PE, Price/Sales, Price/Book)
- weiteres Aufwärtspotenzial lt. DDM

Negativ:

- Weitere Yen-Stärke würde Risiko f. Exportsektor bergen
- Nach wie vor schwächelnder Binnenkonsum
- Technischer Aufwärtstrend gebrochen
- Weiterhin deflationäres Umfeld

Fazit:

- Grundsätzlich positives Szenario - "Catch-up Rallye" scheint möglich
- Branchen-Fokus auf Pharma, Machinery, Finanz, Midcaps (Tech)

EMERGING MARKETS: Bewertung / Wachstum

	Mean P/E 07	Mean P/E 08	EPS % Change 07	EPS % Change 08
Bovespa Bench (BR)	11,4 x	10,4 x	23,9%	9,6%
Merval Bench (AR)	12,7 x	11,1 x	-0,7%	14,5%
Mexico (MX)	15,2 x	13,3 x	18,8%	14,6%
	=====	=====	=====	=====
	13,1 x	11,6 x	14,0% ↑	12,9%
Sensex 30 (IN)	19,0 x	16,5 x	17,4%	15,2%
Malaysia (MY)	15,7 x	13,4 x	20,0%	17,2%
Thailand (TH)	8,2 x	7,3 x	-6,5%	12,3%
Kospi 200 (KR)	13,5 x	11,6 x	19,8%	15,7%
Hs China Enterprise (HK)	16,9 x	14,5 x	24,5%	16,4%
	=====	=====	=====	=====
	14,7 x	12,7 x	15,0%	15,4%
BUX (HU)	12,9 x	12,1 x	-7,5%	6,4%
RTX (RU)	11,1 x	11,1 x	6,9%	0,1%
Czech Republic (CZ)	17,5 x	14,7 x	26,4%	19,1%
WIG 20 (PL)	15,6 x	13,8 x	7,8%	13,0%
	=====	=====	=====	=====
	14,3 x	12,9 x	8,4%	9,6% ↑

- Emerging Markets nach wie vor sehr attraktiv: **ÜBERGEWICHTEN !**
- **Hong Kong** erscheint auch aufgrund einer Bottom-Up-Analyse ebenfalls sehr attraktiv