

# Trends

Wissen, was auf den Finanzmärkten läuft.



## **Seite 9 Schon wieder im Jahr 2000?**

Unternehmensgewinne haben ein historisch hohes Niveau erreicht. Geht der Gewinnzyklus jedoch bald dem Abschwung entgegen? Selbst in einem solchen Negativszenario dürfte das Risiko nach unten begrenzt sein. Denn Aktien sind immer noch günstig bewertet.

## **Seite 10 Mythos und Wahrheit über die Bewegungen des US-Dollars**

Bei den vielen verschiedenen Erklärungsversuchen für die Bewegungen des US-Dollars ist Verwirrung vorprogrammiert. Letztlich wird aber der Trend einer Währung von den Kapitalströmen in diese bzw. aus ihr heraus bestimmt – so wie dies auch in jedem anderen Markt der Fall ist, der von Angebot und Nachfrage bestimmt wird.

## **Seite 15 Rohstoff-Investments als Konkurrenz zur Realwirtschaft**

Rohstoffe haben auch in den letzten Wochen wieder die Schlagzeilen in vielen Wirtschaftspublikationen dominiert. Sei es wegen der angespannten geopolitischen Lage in vielen Öl- und Gas-Förderstaaten oder weil die Einführung neuer Kapitalmarktinstrumente zu einer Verknappung des Rohstoffangebots für die Realwirtschaft führen könnte.

## Inhalt

- 05 Konklusion**  
Starkes Wachstum verstimmt Bondmärkte
- 06 Makro Global**  
Weltwirtschaft bleibt auf Wachstumskurs
- 08 Equity Global**  
LNG – eine Energieform der Zukunft?
- 09 Equity Europa**  
Schon wieder im Jahr 2000?
- 10 Fixed Income Global**  
Mythos und Wahrheit über die Bewegungen des US-Dollars
- 12 Fixed Income Europa**  
Wieder Zinserhöhungen der EZB
- 13 Asset Allocation**  
Weiter auf die Gewinner setzen
- 14 Prognosen**  
Markterwartungen Asset Management
- 15 Commodities**  
Rohstoff-Investments als Konkurrenz zur Realwirtschaft
- 16 Real Estate**  
Der Büromarkt Singapur – ganz oben auf dem Radar
- 18 Kontakte/Impressum**



Die dominanten Trends von 2005 behalten weiterhin ihre Gültigkeit. Mit Aktien ist mehr Geld zu verdienen als mit Anleihen. Bevorzugte Regionen bleiben die Emerging Markets und Japan. Und auch bei den Rohstoffpreisen haben wir die Höchststände noch nicht gesehen. Damit bleibt unsere Portfoliopositionierung wenig verändert.

# Starkes Wachstum verstimmt Bondmärkte

Unser Szenario einer Wachstumsbeschleunigung wird von den jüngsten Zahlen vor allem in Europa und Japan bestätigt. Nachdem die von uns erwarteten Kursrückgänge bei Anleihen sich jüngst beschleunigt haben, ist aber angesichts nach wie vor limitierter Inflationsrisiken bald wieder an eine Verlängerung der Duration zu denken. Die Aktienmärkte absolvieren vor dem Hintergrund steigender Zinsen einen Stresstest. Obwohl wir mit erhöhter Volatilität rechnen, halten wir am Übergewicht gegenüber Anleihen fest.

## Anleihen

Über den Markterwartungen liegende Wachstumswahlen haben den Anleihenmärkten zugesetzt und auch Äusserungen der Zentralbanken trugen wenig dazu bei, die Zinsängste der Investoren einzudämmen. Doch nach den jüngsten Kursrückschlägen nähern sich die Anleihezinsen einem Niveau, bei dem wir die Short-Duration-Position reduzieren würden. Neu favorisieren wir innerhalb der Märkte USD- gegenüber EUR-Bonds. Das JPY-Segment bleibt untergewichtet. Wir bleiben gegenüber den Kreditmärkten vorsichtig und bevorzugen weiterhin Finanzschuldner.

## Währungen

Wir rechnen mit einer Fortsetzung der US-Dollar-Stärke. Im Gegensatz zum Marktkonsens sehen wir bei den kurzen US-Zinsen immer noch höheres Aufwärtspotenzial. Diese Zinsdifferenz bleibt vorderhand bestimmend für den Greenback. Erwartungen an eine schnelle Aufwertung des Yens dürften dagegen vorerst enttäuscht werden. Auch wenn die Periode des Quantitative Easing demnächst ausläuft, erwartet uns das Ende der Nullzinspolitik nicht vor dem letzten Quartal dieses Jahres.

## Aktien

Bei den Aktienmärkten setzen wir nach wie vor auf die Gewinner des Vorjahres. Die Emerging Markets und Japan sind die Hauptprofiteure der laufenden Beschleunigung der Wirtschaft. Während japanische Aktien zwar mittlerweile recht ansprechend bewertet sind und deshalb vorerst einer kurzen Konsolidierung bedürfen, liegen die Bewertungen in den Emerging Markets immer noch auf attraktiven Niveaus. Weiter untergewichtet bleiben wir in den USA. Während viele Investoren zu Jahresbeginn auf eine Erholung dank einem Wechsel in der Politik des Fed setzten, bleiben wir in Erwartung weiterer Zinsschritte vorsichtiger. Deshalb sind auch europäische Werte den US-Dividendenpapieren weiter vorzuziehen.

## Asset Allocation

Im Einklang mit der wirtschaftlichen Beschleunigung ist der positive Performancetrend von Aktien gegenüber Bonds intakt. Die Berichtssaison hat durchwegs erfreuliche Unternehmensergebnisse gebracht, weshalb die Aktienbewertungen nach wie vor attraktiv aussehen. Die Kursrückschläge am Bondmarkt können aber durchaus genutzt werden, einen Teil der vorhandenen Liquidität in Anleihen zu investieren. Rohstoffe bleiben eine sinnvolle Portfolioergänzung. Unverändert vermeiden wir grössere Portfoliorisiken im Währungsbereich.

# Weltwirtschaft bleibt auf Wachstumskurs

Der positive Wachstumstrend der Weltwirtschaft setzt sich fort, wenn auch regional mit unterschiedlicher Dynamik. Leicht enttäuschende BIP-Wachstumswahlen in den Vereinigten Staaten und der Eurozone für das vierte Quartal verunsicherten die Marktteilnehmer nur wenig und deuten viel eher auf umso stärkere Quartalszuwächse im ersten Halbjahr hin. Dies schürt derzeit die Ängste vor Leitzinsen, die höher steigen könnten, als bisher erwartet. **Marc Bertoglio, Investment Strategy**

Nach den enttäuschenden Daten zum Wachstum der US-Wirtschaft im letzten Quartal 2005 sollte das erste Vierteljahr 2006 deutlich besser ausfallen. Die US-Wirtschaft ist in den letzten drei Monaten des vergangenen Jahres zwar kräftiger gewachsen als zunächst erwartet, allerdings mit 0,4 Prozent dennoch so gering wie seit drei Jahren nicht mehr. Die Ursache für die Wachstumsverlangsamung war vor allem die eingeschränkte Aktivität der Wirtschaft infolge der Hurrikans, sodass die bremsenden Faktoren nicht von Dauer sein dürften.

## Sinkende Arbeitslosenzahlen erwartet

Deutlich optimistischer fällt derzeit entsprechend die durchschnittliche Wachstumsschätzung für das erste und zweite Quartal aus. Darauf deuten neben den starken Einzelhandelsumsätzen auch die wieder angestiegenen Einkaufsmanagerindizes hin. Auch der Arbeitsmarkt befindet sich nach wie vor in einem robusten Zustand, der den Privatkonsum unterstüt-

zen wird. Positiv stimmt dabei die noch immer geringe Anzahl der Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, die im Monatsmittel unter 300 000 pro Woche liegt und damit rund 200 000 Stellenzuwächse pro Monat verspricht. Wir erwarten, dass das anhaltend robuste Wirtschaftswachstum die Arbeitslosenrate in den USA bis zum Sommer auf 4,4 Prozent reduzieren wird und damit unter die vom Fed geschätzte Vollbeschäftigung von 5 Prozent zu liegen kommt. Dies könnte die allgemeine Sorge über eine anziehende Kerninflation verstärken und Zinserhöhungsängste schüren. Ein zu erwartendes stärkeres Produktivitätswachstum und eine aufgrund der Globalisierung weniger starke Lohn-Verhandlungsstärke der Arbeitnehmer dürften den Anstieg der Kerninflation allerdings limitieren. Zusammen mit der in der zweiten Jahreshälfte zu erwartenden Verlangsamung der US-Konjunktur dürften die anziehenden Inflationsrisiken entkräftet werden, bevor diese tatsächlich zum Problem werden.

## Immobilienmarkt belastet

Der auf Zinsveränderungen mit einer Verzögerung von rund 9 bis 12 Monaten reagierende Immobilienmarkt wird u. E. in der zweiten Jahreshälfte den Privatkonsum merklich belasten. Der Anteil des Konsumzuwachses, der sich aus Hauspreissteigerungen ergibt, dürfte nämlich seit 2002 deutlich über 50 Prozent gelegen haben. So legten die privaten Konsumausgaben seit 2002 um 1400 Mrd. USD zu, während in der gleichen Periode rund 850 Mrd. USD aus Hypothekar-Refinanzierungen geschöpft werden konnten. Der boomende Häusermarkt konnte so über die letzten 4 Jahre das US-BIP um jährlich rund ein Prozent unterstützen. Bei einer Korrektur der Immobilienpreise ist auch mit einer Umkehr dieses Wachstumsschubs zu rechnen, sodass die US-Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte unter Potenzial wachsen dürfte – trotz höherer Auslandsnachfrage und stärkerer Reallohnzuwächse.

## Europa: Zinserhöhung erwartet

Der Mitte 2005 begonnene wirtschaftliche Erholungsprozess setzt sich in Europa weiter fort und sollte sich in der Breite bald festigen können. Konsumentenvertrauensindikatoren, die sich auf langfristige Mittelwerte zurückziehen konnten, deuten auf eine spürbare Zunahme der privaten Nachfrage hin. Dynamisch dürfte sich hierbei vor allem Deutschland präsentieren, dessen Binnennachfrage von der gelungenen Wachstumsübertragung aus der Exportindustrie profitiert. Letztere profitiert deutlich stärker von dem anziehenden Weltwirtschaftswachstum als Deutschlands große Nachbarn. Während

Arbeitslosenzahlen in den USA



die deutschen Exporte rund 40 Prozent des BIPs betragen, sind es lediglich rund 30 Prozent in Italien oder Frankreich. Zusätzlich ist die Exportstruktur stärker auf Wachstumsregionen wie Asien und die USA ausgerichtet, als dies bei Frankreich oder Italien der Fall ist. Diese weniger zyklischen Volkswirtschaften, deren Exporte zu 50 Prozent innerhalb Europas bleiben, dürften aber über die kommenden Monate von der Wirtschaftsdynamik Deutschlands ebenfalls profitieren. Diese positiven Wachstumstendenzen bekräftigte auch die EZB in ihrer jüngsten Sitzung, in welcher sie ihre Wachstums- und Inflationsprognosen für 06 und 07 leicht erhöhte, sodass eine weitere Zinserhöhung auf 2,75 Prozent im Mai als sicher gilt und eine weitere Anhebung um 25 Basispunkte immer wahrscheinlicher wird.

## Japan

Die asiatischen Volkswirtschaften boomen anhaltend robust, wovon auch die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt seit vier Jahren profitieren kann. Mit 5,5 Prozent BIP-Quartalswachstum überflügelte der Inselstaat zum Jahresende sogar die enttäuschenden europäischen und amerikanischen Wachstumszahlen. Zum stärksten Quartalswachstum seit 10 Jahren verhelfen neu nicht mehr nur die Exporte, sondern zunehmend auch wieder der Konsum und die Kapitalinvestitionen. Letztere fanden in der Vergangenheit primär im herstellenden Gewerbe statt. Erste Anzeichen deuten nun aber auch auf eine Belebung im Dienstleistungssektor hin, was eine anhaltende Investitionsdynamik sichern dürfte. Für die Stabilität des breit abgestützten Wirtschaftsaufschwungs sorgt zu 55 Prozent die anziehende Privatchaufgabe. Lohnzuwächse von 2,5 Prozent und ein anziehender Arbeitsmarkt helfen dabei, für eine anhaltend gute Konsumentenstimmung zu sorgen. Auch die Immobilienpreise stabilisieren sich nach der Korrektur der letzten 15 Jahre und steigen bei den Tokioter Wohnliegenschaften bereits wieder.

Obwohl der Deflator mit -1,6 Prozent zum Vorjahr anhaltend negativ ausfiel und so das BIP künstlich erhöhte, zeigen andere

Inflationsindikatoren das Ende der Deflation an. Der von der BoJ stark beachtete Kern-Konsumentenpreisindex – ohne die volatilen frischen Nahrungsmittel – verzeichnet seit November eine Jahresinflation von immerhin 0,1 Prozent. Diese positiven volkswirtschaftlichen Entwicklungen haben dazu geführt, dass sich die Erwartungen auf eine Straffung der laxen Geldpolitik für das neue Fiskaljahr verfestigen. Die Loslösung von der Politik der quantitativen Lockerung dürfte im neuen Fiskaljahr schrittweise eingeleitet werden und mit einer Reduktion der reichlich zur Verfügung gestellten Liquidität für täglich fällige Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank beginnen. In einem zweiten Schritt, welcher zum Spätsommer erwartet wird, dürfte die BoJ zu einem normalen Zinsziel zurückkehren und danach die Zinsen maßvoll in Richtung neutrale Niveaus anzuheben versuchen.

Die Futuresmärkte rechnen auf 12-Monatssicht nur mit einem moderaten Anstieg auf 0,5 bis 0,75 Prozent und auf

24-Monatssicht mit einem Anstieg auf 1,25 Prozent. Obwohl Japan damit eines der günstigsten Länder für Kredite bleibt, wird derzeit debattiert, welche Auswirkungen ein solcher Schritt auf das globale Wirtschaftssystem haben könnte. Japanische Carry Trades, also die Verschuldung auf Yen-Basis und Anlage in hochverzinslichere Währungen und Anlagen, werden mit einem Ende der Nullzinspolitik unattraktiver und könnten Gelder nach Japan zurückfließen und den Yen erstarren lassen. Problematisch auswirken könnte sich dies vor allem auf die Regierungs- und Unternehmensanleihen von Hochzinsländern sowie die hypothekengesicherten Anleihen von Anbietern wie Fannie Mae und Freddie Mac, die zur Zeit noch die US-Häuserpreise stützen. Trotz möglicher temporärer Verunsicherungen aufgrund der Liquiditätsreduktion dürfte der japanische Aktienmarkt wenig Einfluss spüren, da die Liquiditätsversorgung mehr als ausreichend ist und anziehende Bankmargen zusätzlich unterstützend wirken dürften.

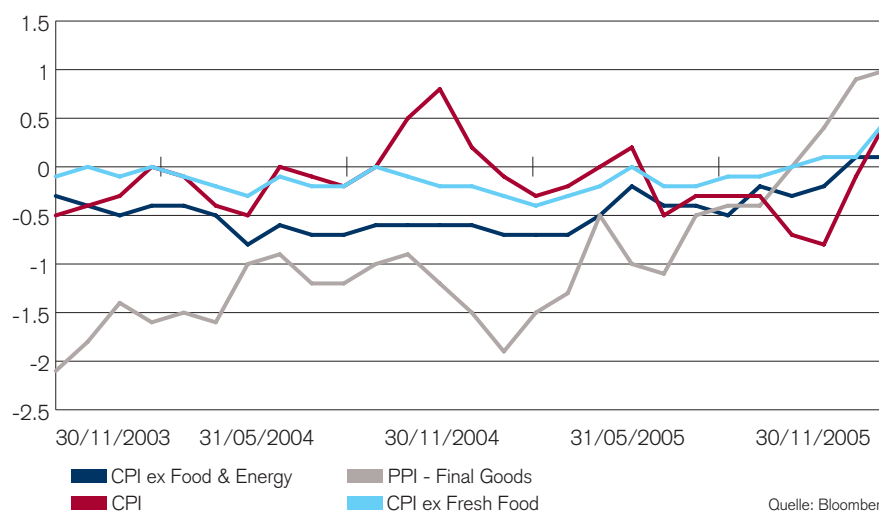
### Konsens-Erwartungen: Wachstum und Inflation

Region	Bruttoinlandsprodukt (%)			Inflation (%)		
	2005E	2006E	2007E	2005E	2006E	2007E
USA	3,5	3,2	3,0	3,4	2,9	2,3
Japan	2,5	2,3	2,2	-0,2	0,2	0,5
Euroland	1,4	2,0	1,8	2,2	2,0	2,0
UK	1,8	2,1	2,4	2,3	2,2	2,2
Schweiz	1,8	2,0	1,7	1,2	1,0	1,1

Quelle: Consensus Economics

### Ende der Deflation: japanische Inflationsindikatoren durchbrechen die Nullmarke

(in % gegenüber Vorjahr)



# LNG – eine Energieform der Zukunft?

Laut Expertenschätzung wird Erdgas in den nächsten Jahrzehnten von allen Energiequellen die höchste Wachstumsrate aufweisen. Stärkster Treiber dafür ist der steigende Strombedarf. Da die Produktions- und Transportkosten deutlich gesunken sind, ist die kommerzielle Verwendung von Flüssiggas (Liquefied Natural Gas, LNG) attraktiv geworden. **Dr. Jens Langewand und Dr. Patrick Kolb, Global Equity Portfolio Management**

Derzeit vergeht kein Tag, an dem nicht eine Energiequelle als der zukünftige Hoffnungsträger auserkoren wird. Bei den fossilen Brennstoffen wird von den Experten zumeist Erdgas das größte Potenzial zugesprochen, da der Schadstoff-Ausstoß im Vergleich zu Öl oder Kohle geringer und der Wirkungsgrad bei der Umwandlung in Elektrizität hoch ist. Aufgrund dieser Eigenschaften und der gegenüber dem Erdöl reichhaltigeren Reserven wird eine steigende Erdgasnachfrage erwartet. So soll nach Prognosen der International Energy Agency (IEA) die Nachfrage für Erdgas um jährlich 2,5% bis 3% zunehmen, und der Erdgasanteil an der Gesamtnachfrage nach Energie bis 2030 von heute rund 21% auf knapp 26% steigen. Der Anteil von LNG wird bis 2010 auf rund 10% des weltweiten Gasverbrauchs geschätzt. Experten rechnen damit, dass im Jahre 2030 ungefähr 50% des globalen Gashandels LNG sein wird.

Die LNG-Wertschöpfungskette besteht aus Suche und Förderung, Verflüssigung, Verschiffung und Regasifizierung/Lagerung. Die Gasförderung und -verflüssigung übernehmen die Öl- und Gaskonzerne. Die Verschiffung wird häufig an Reedereien vergeben, und die lokalen Energieversorger sind verantwortlich für die Regasifizierung und Lagerung resp. Einspeisung in das lokale Verteilernetz.

## Asien und USA als Zukunftsmarkt

Japan, Südkorea und Taiwan gehören zu den weltweit größten Importeuren von LNG. In Indien und China rechnen wir mit einem Nachfrageschub. Dieser hat bis jetzt noch nicht eingesetzt, da in beiden Ländern die dazu benötigte Infrastruktur gebaut wird. So werden im Reich der Mitte neun Importterminals erstellt, während in Indien fünf Terminals in Planung sind. Für die Zukunft wird aber vor allem mit den USA als einem der größten Abnehmer gerechnet, da deren Netto-Gasimporte wegen der schwindenden eigenen Reserven steigen werden.

## Risikobehaftete Projekte

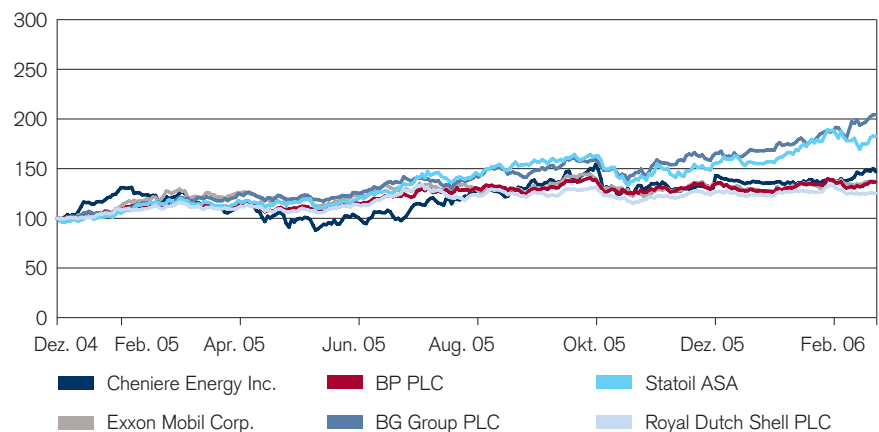
Da die beteiligten Akteure in immer unwirtschaftlicheren Gegenden fördern müssen, sind gewisse LNG-Projekte nicht ohne Risiko. So kündete Royal Dutch Shell im vergangenen Jahr überraschend eine Verdoppelung der Kosten für das

Sachalin-2-Projekt auf USD 20 Mrd. Mit ähnlichen Problemen hat die norwegische Statoil zu kämpfen, die derzeit die zweitgrößte Verflüssigungsanlage der Welt baut. So liegen die Ausgaben bei diesem Projekt 13% über den Schätzungen. Die erwähnten Beispiele zeigen die Komplexität der Projekte und -spiegeln auch die langfristige Natur der damit verbundenen Investitionen wider.

## Fazit

Aus unserer Sicht ist entscheidend, an welchem Teil der Wertschöpfungskette der LNG-Produzent aktiv ist. Im Gegensatz zu früher werden nicht mehr die Anlagen zur Rückführung des Erdgases und die Tankerschiffe für den Seetransport die entscheidenden Erfolgsfaktoren sein, sondern die Förderung, die Verflüssigung und die Vermarktung von Erdgas. Angesichts der von uns erwarteten starken Nachfrage nach LNG empfehlen wir, sich in jenen Unternehmen zu engagieren, welche in den oben erwähnten Teilgebieten optimal positioniert sind.

**Ausgewählte LNG-Produzenten** (in CHF, indiziert)



Quelle: Bloomberg

# Schon wieder im Jahr 2000?

Am Aktienmarkt herrscht wieder Optimismus. Unternehmensgewinne haben ein historisch hohes Niveau erreicht. Geht der Gewinnzyklus jedoch bald dem Abschwung entgegen? Selbst in einem solchen Negativszenario dürfte das Risiko nach unten begrenzt sein. Denn Aktien sind immer noch günstig bewertet.

Florian Boehringer, European Equity Portfolio Management

- Kursanstieg des europäischen Aktienmarktes über 70 Prozent in den letzten 3 Jahren.
- 72 Prozent der europäischen Fondsmanager erwarten für 2006 gleich bleibende oder steigende Unternehmensgewinne.
- Kassepositionen in Investmentfonds sind mit ca. 3 Prozent auf historischem Tiefstand seit 1995.

Dies sind Fakten, die nach den Erfahrungen der letzten Aktien-Blase erschauern und einen Börsencrash befürchten lassen. Tatsächlich gibt es Parallelen zum Marktumfeld des Jahres 2000. Es scheint, als habe die freundliche Geldpolitik der letzten Jahre erst die Immobilienmärkte erhitzt und manifestierte sich jetzt in den hohen Cash-Beständen der Unternehmen und in den Zuflüssen in Private-Equity Fonds.

So sind Akquisitionen und Übernahmen sowie «leveraged buy-outs» wieder en vogue – die Dividendenzahlung tritt in den Hintergrund. Seien es E.ON und Endesa, Ferrovial und BAA, Mittal Steel und Arcelor – der Markt belohnt sowohl den Bieter als auch das Übernahmeziel mit steigenden Aktienpreisen. Die Misserfolge von Daimler und Chrysler, AOL und Time-Warner scheinen vergessen.

## Ist das Gewinnniveau gefährdet?

Wie die unten stehende Grafik zeigt, befinden wir uns – ähnlich wie im Jahr 2000 – auf einem hohen Gewinnniveau. Derzeit werden über 10 Prozent des Brutto-sozialprodukts in den USA aus den Gewinnen der Unternehmen erwirtschaftet. Dies ist ein historisch hohes Niveau seit 1966 und liegt im Durchschnitt eher bei 8 Prozent. Der Grund hierfür ist im Arbeitskräfteabbau und in reduzierten Kapazitätsausgaben der letzten Jahre zu finden.

Es dürfte allerdings nur eine Frage der Zeit sein, bis die Jagd nach Marktanteilen die Investition in Kapazität und Arbeitskräfte notwendig macht und damit für höhere Arbeits- und Zinskosten sorgt. Erste Anzeichen sind bereits zu erkennen: Im letzten Jahr wuchsen IT-Ausgaben erneut um 5 Prozent – ein deutlich positives Wachstum nach dem Abschwung in den Jahren 2001 und 2002. Und Gewerkschaften kämpfen wieder mit härteren Bandagen, wie derzeitige Streiks in Deutschland beweisen.

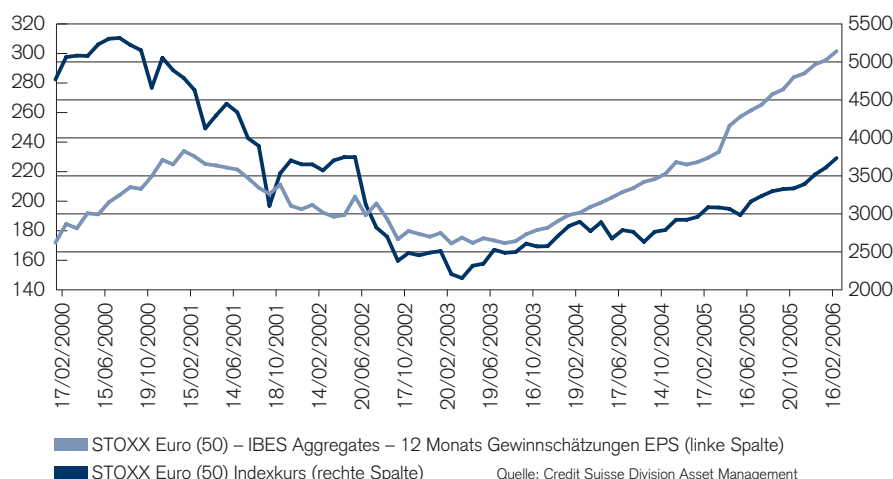
Kosteninflation könnte also einen Abschwung des Gewinnzyklus einleiten.

## Langfristiges Wachstum hat Bestand

Stehen uns also ähnliche Risiken ins Haus wie bei der letzten Verlangsamung des Gewinnwachstums? Überhaupt nicht! Denn die unten stehende Grafik zeigt das enorme Potenzial, welches noch in Aktienkursen steckt: Während Gewinne über ihr Niveau von 2000 hinausgeschossen sind, bleiben Aktienkurse weit unter den damaligen Verhältnissen. Aktien sind also relativ zu ihren Gewinnen günstig bewertet.

Dies erstaunt nach den Kurssteigerungen der letzten Jahre, zeigt aber, dass Investoren immer noch keinen Überoptimismus für langfristiges Wachstum und für Aktien aufbringen. Und hierauf sollte der Anleger denn auch setzen: Unternehmen, deren Wachstum durch langfristige Nachfrage-trends getrieben und deren Margen durch Eintrittsbarrieren geschützt sind.

STOXX Euro (50): Gewinn-schätzungen versus Kursentwicklung (Europa)



# Mythos und Wahrheit über die Bewegungen des US-Dollars

Bei den vielen verschiedenen Versuchen, die Bewegungen des US-Dollars zu erklären, ist Verwirrung vorprogrammiert. Ist der Grund nun im Zwillingsdefizit, in der Zinsdifferenz oder bei den Zentralbanktransaktionen zu suchen? Nach unserer Einschätzung beruht die Auf- bzw. Abwertung des Greenback gegenüber den anderen wichtigen Währungen nicht allein auf einem einzigen Faktor, sondern es wirken vielmehr eine ganze Reihe von Kräften. **Bernard Possa und Philipp Büchler, Global Fixed Income Portfolio Management**

Während der Schwächephase des US-Dollars von 2002 bis Ende 2004 wurden immer wieder die Leistungs- und Handelsbilanzdefizite als Hauptgrund für die Abwertung angeführt. Es stimmt zwar, dass Zwillingsdefizite einen längerfristigen Effekt auf den Greenback haben, allerdings gab es durchaus auch mehrjährige Phasen, in denen sich die US-Währung trotz steigender Defizite stark präsentierte. Folglich sind die Defizite kein verlässlicher Indikator für die Wechselkursbewegungen in den nächsten 12 bis 18 Monaten. Wie bereits erwähnt, sehen wir die Kapitalströme als Hauptdeterminante der Währungsbewegungen. Dabei meinen wir Kapitalströme im weitesten Sinne: reale und kreditfinanzierte Gelder, Zentralbanktransaktionen und ausländische Direktinvestitionen (FDI). Aus Abbildung 1 geht hervor, dass die FDI-Ströme zwischen den USA und Europa offenbar in den letzten sechs bis sieben Jahren gute Hinweise auf die Bewegungen im EUR/USD-Wechselkurs lieferten. Ausgehend von dieser Grafik könnte man versucht sein, auf Sicht der kommenden

neun Monate eine weitere deutliche Stärkung des Dollars zu erwarten. Wie bei allen eindimensionalen Indikatoren gilt es jedoch zu bedenken, dass es äußerst gefährlich ist, eine Anlageentscheidung aufgrund eines einzigen Charts zu fällen, zumal in den FDI-Strömen auch die Kapitalströme im Zuge des Homeland Investment Act berücksichtigt sind, die ab Dezember 2005 nicht mehr geflossen sind.

In der jüngeren Vergangenheit lag der Fokus auf dem Einfluss der US-Treasury-Käufe asiatischer Zentralbanken. Es ist unbestreitbar, dass der deutliche Anstieg ihrer Reserven nicht ohne Einfluss auf die US-Renditen und die US-Währung geblieben ist. Die Frage, ob es tatsächlich zu einer Diversifizierung weg vom US-Dollar als Reservewährung kommen werde, hat dafür gesorgt, dass vielfach eine nachhaltige Schwächephase für den Greenback vorhergesagt wird. Bei der momentanen Wachstumsgeschwindigkeit der Reserven würde allerdings selbst eine Diversifizierung weg vom Dollar nicht

unbedingt zu USD-Verkäufen, sondern lediglich zu verstärkten Käufen anderer Währungen wie z.B. dem Euro führen. Die asiatischen Zentralbanken würden in einem solchen Szenario zwar weniger Dollar kaufen als in den letzten Jahren, zu Nettoverkäufen würden sie jedoch nicht.

Eine der treibenden Kräfte hinter der Aufwertung der US-Währung im Jahr 2005 waren offenbar die Kapitalströme an den Anleihemärkten. Bei Staats- und Unternehmensanleihen wurden im vergangenen Jahr Käufe in Rekordhöhe verzeichnet. Auch für dieses Jahr rechnen wir mit einer ähnlichen Entwicklung, was nicht zuletzt auf die Zinsdifferenz zurückzuführen sein dürfte. Abbildung 2 zeigt die Beziehung zwischen dem EUR/USD-Wechselkurs und der Differenz zwischen den kurzfristigen Fed- und EZB-Zinsen. Interessant ist, dass in dem kurzen Zeitraum seit der Einführung des Euros die Zeitpunkte, an denen sich die beiden Zinskurven gekreuzt haben, eine gute Gelegenheit für den Kauf der Währung mit den höheren Kurzfristzinsen gewesen wären. Abweichend vom Konsens erwarten wir eine weitere Zunahme dieser Differenz zu Gunsten der USA, wodurch sich der Greenback in den kommenden Monaten gegenüber der Einheitswährung weiterhin stark präsentieren dürfte.

## Zinsausblick und Asset-Allocation

Für das US-Wachstum zeichnet sich ein positives Bild ab, da sich das BIP weiterhin stabil entwickelt. Allerdings dürfte das Fehlen monetärer Anreize aus dem Immobiliensektor für Verschiebungen in der Zusammensetzung des BIP sorgen.

Abbildung 1: Netto FDI-Ströme nach Europa ohne UK

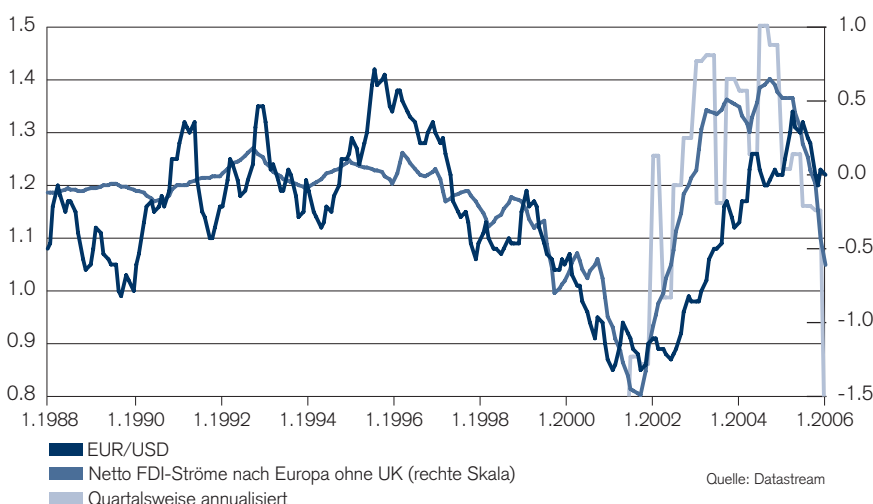
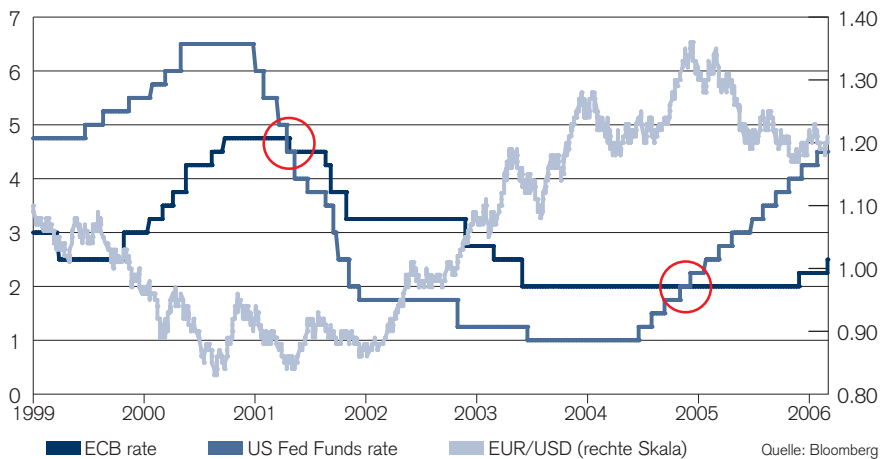


Abbildung 2: Leitzinsen und EUR/USD



Die Verbraucher dürften 2006 von den staatlichen Infrastrukturausgaben infolge des Hurrikans als Wachstumstreiber Nummer eins abgelöst werden. Was die Geldpolitik angeht, so hat Bernanke klar gestellt, dass das Fed nach wie vor an seinem diskretionären politischen Rahmen festhalten werde und nicht – wie von einigen Analysten spekuliert wurde – zu einem «Inflation Targeting»-Ansatz übergegangen sei. Da sich die US-Notenbank zunehmend an der Datenlage orientiert, sprechen positive Konjunkturindikatoren wie der Anstieg der Einzelhandelsumsätze um 2,3% im Januar und die Zunahme der Neubaubeginne um 14,5% für weitere baldige Zinserhöhungen. In Europa wurden die Leitzinsen am 2. März in einem allgemein erwarteten Schritt um weitere 25 Basispunkte angehoben. EZB-Präsident Jean-Claude Trichet ergänzte seine jüngsten Kommentare über die Notwendigkeit der Inflationbekämpfung durch den Hinweis, dass etwaige «Blasen» an den Immobilienmärkten unterbunden werden müssten. Hintergrund war der Anstieg der Immo-

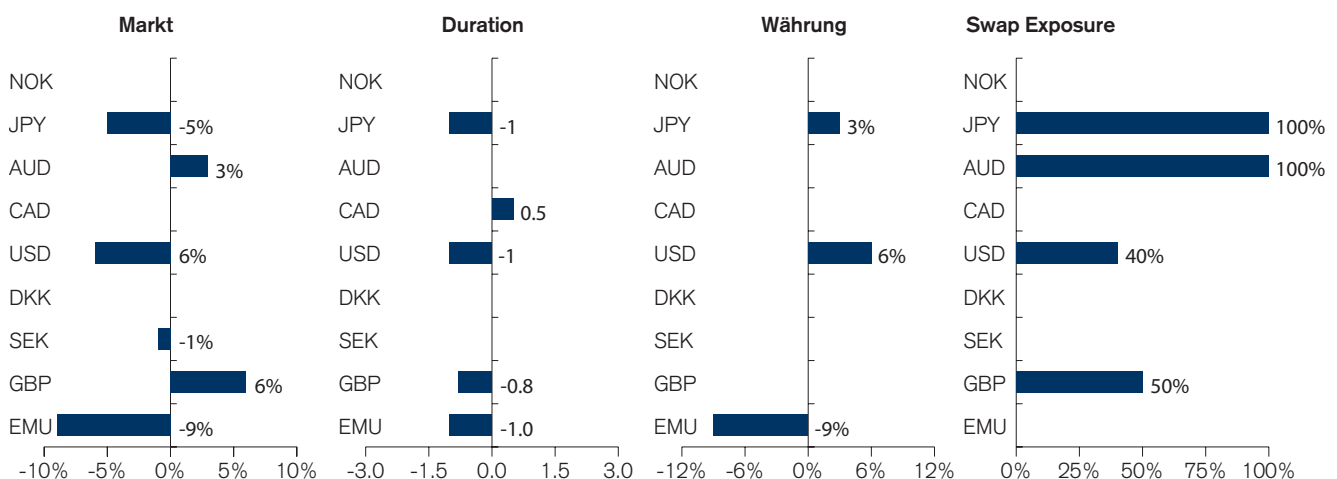
lienzinsbewertungen um 7,7% im ersten Halbjahr 2005 – eine Rate, die fünfmal höher liegt als das Wirtschaftswachstum. Unserer Meinung nach muss die EZB angesichts der uneinheitlichen Entwicklung der Konsumausgaben im Euroraum umsichtig agieren und sicherstellen, dass die Zinsen nicht die Unternehmen und den Konsum belasten, wobei den europäischen Exporteuren besonderes Augenmerk gelten sollte. Die Marschroute der Zinsentwicklung in Japan scheint derweil nach dem angekündigten Ende der quantitativen Lockerungspolitik klar vorgegeben zu sein.

Was die Asset-Allocation angeht, so empfehlen wir, den US-Markt gegenüber dem europäischen überzugewichten. Japan sollte weiter untergewichtet werden. An den Devisenmärkten bleiben wir bei unserer Short-Position im EUR gegenüber dem USD und dem JPY. Gleichzeitig streben wir eine Diversifizierung der Währungspositionen in die NOK und die ISK an. An der Durationsfront nähern wir uns in den USA und Europa kritischen

Marken. Daher erwägen wir eine Reduzierung unserer kurzen Durationswette in unseren Portfolios.

## Märkte für Unternehmensanleihen

Die Märkte für Unternehmensanleihen bewegen sich weiterhin innerhalb einer engen Handelsspanne. Allerdings ist bei den Erträgen eine stärkere Streuung zu beobachten, und die asymmetrischen Risiken der Kreditmärkte zeigen sich klar in den Renditemustern der Unternehmensanleihen. Ein überzogenes Bewertungsniveau sowie die nach wie vor vorhandenen Event-Risiken sind die größten Sorgenkinder des Marktes. Jeder Monat scheint eine neue M&A-Story hervorzu bringen. Diesmal ist es die Offerte von E.ON für den spanischen Versorger Endesa. Die Ausweitung der Event-Risiken auf das Large Cap-Universum bereitet den meisten Investoren zunehmend Unbehagen. In einem solchen Umfeld dürfte das lange Ende der Kurve weiterhin eine Underperformance zeigen, da die Risiken in den längeren Laufzeitsegmenten nicht entsprechend kompensiert werden. Für den Unternehmensanleihemarkt als Ganzes sehen wir jedoch kein größeres Abwärtspotenzial, da die meisten Investoren konservativ positioniert sind und diesen Markt weitgehend untergewichtet haben. In den USA wird eine Belebung der Emissionstätigkeit erwartet, und Event-Risiken sind dort ebenfalls ein Thema. Außerdem ist es fraglich, ob der US-Markt für Unternehmensanleihen gegen weitere Turbulenzen im Automobilsektor immun bleiben wird.



Quelle: Credit Suisse Division Asset Management

# Wieder Zinserhöhung der EZB

Am 2. März erhöhte die Europäische Zentralbank (EZB) ihren Leitzins von 2,25% auf 2,5% – die zweite Erhöhung innerhalb von drei Monaten. Gründe hierfür waren das unerwartet starke Wirtschaftswachstum sowie die Inflationssorgen. Die EZB hat außerdem signalisiert, dass weitere Zinserhöhungen wahrscheinlich sind.

John de Garis, European Fixed Income Portfolio Management

Die Prognosen zum Wirtschaftswachstum in der Eurozone wurden von 1,9% im Dezember 2005 auf 2,1% erhöht, da die Exportgewinne die Binnenwirtschaft beflügeln. Außerdem stieg der Index der Europäischen Kommission, der das europäische Geschäfts- und Verbrauchervertrauen abbildet, im Februar auf den höchsten Stand seit fünf Jahren. Auch andere Daten deuten auf ein Erstarren der Wirtschaft hin. In Deutschland sank die Arbeitslosenrate zum zehnten Mal innerhalb von elf Monaten, und das am Ifo-Index gemessene Geschäftsklima befindet sich auf einem 14-Jahres-Hoch. Da aus Frankreich und Spanien ähnliche Zahlen gemeldet wurden, spricht einiges dafür, dass die europäische Wirtschaft an Fahrt gewinnt. Die Inflationsschätzungen für die Eurozone wurden ebenfalls nach oben korrigiert: von 2,0% auf 2,2%. Als besorgniserregenden Faktor bezeichnete die EZB unter anderem die steigenden Immobilienpreise: In der ersten Jahreshälfte 2005 sind sie um 7,7% und damit fünfmal so stark wie die Wirtschaft angewachsen.

mensgewinnen niederschlägt. Die Kredit-Spreads wurden auch von technischen Faktoren gestützt, beispielsweise von der hohen Nachfrage nach Neuemissionen und der Erholung im CDO-Bereich. Die Anleger zeigten sich scheinbar unbeeindruckt von den gestiegenen idiosynkratischen Risiken, die durch andauernde Gerüchte um Unternehmensaktivitäten entstanden – zuletzt durch das Übernahmeangebot von Mittal Steel für Arcelor.

## Weitere Zinserhöhungen wahrscheinlich

Auch wenn die Zinsentscheidung so erwartet wurde, wird die EZB angesichts der uneinheitlichen Verbraucherdaten aus Ländern wie Deutschland und Spanien unseres Erachtens weiterhin umsichtig vorgehen müssen. Obwohl sich die Wirtschaftsaktivität verbessert, muss die EZB dennoch sicherstellen, dass sich zukünftige Zinserhöhungen nicht negativ auf Verbraucher und Unternehmen in Europa

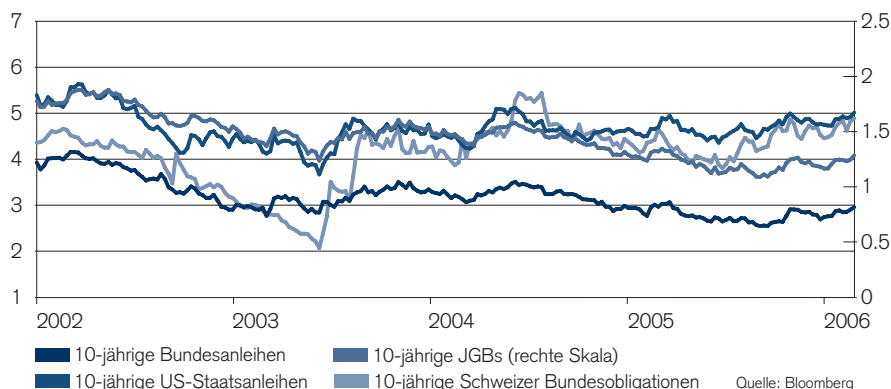
auswirken. Besondere Aufmerksamkeit wird sie dabei den exportierenden Unternehmen Europas schenken müssen. Für uns ist die Schlüsselfrage, wann die EZB ihre Zinserhöhungen beenden wird. Bereits im letzten Jahr haben wir gesagt, dass wir mit höheren Zinsen rechnen; wir denken, dass der aktuell im Dreimonatsfuture (Fälligkeit im Dezember) implizierte Zinssatz von 3,20% angesichts des aktuellen wirtschaftlichen Umfelds eine angemessene Annahme ist.

Derzeit sind wir insgesamt mit einer neutralen Duration positioniert, die wir eventuell bei etwaigen Kursrückgängen verlängern werden. Ausserdem beabsichtigen wir, unsere Übergewichtung des langen Endes der Kurve gegenüber 10-jährigen Anleihen beizubehalten. Die Märkte für Unternehmensanleihen haben sich relativ stabil entwickelt; doch bereitet uns der Stimmungseinfluss der im Markt kursierenden LBO- und M&A-Gerüchte etwas Sorgen. Aus diesem Grund sind wir in den Industriesektoren untergewichtet und ziehen nachrangige Finanzwerte vor.

## Steigende Renditen

Die Renditen stiegen im Januar am europäischen Staatsanleihenmarkt in allen Laufzeitensegmenten und legten ab Mitte Februar im Vorfeld der erwarteten Zinserhöhung der EZB weiter zu. Die 10-jährigen Renditen sind seit Jahresbeginn um mehr als 25 Basispunkte (Bp) gestiegen. Die makroökonomischen Fundamentaldaten sind weiterhin günstig für Unternehmensanleihen, da sich das verbesserte Wirtschaftsklima in Europa und anderen Regionen in höheren Unterneh-

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



# Weiter auf die Gewinner setzen

Wenig Neues haben die ersten Monate dieses Jahres an den Finanzmärkten gebracht. Die Gewinner des alten Jahres waren die Favoriten der ersten Monate. Vor dem Hintergrund einer weiteren Wachstumsbeschleunigung und kontrollierter Teuerung konnte unser Portfolio, welches mit seinem Schwergewicht in Japan und den Emerging Markets auf zyklisches Wachstum setzt, unverändert zulegen. Wir gehen davon aus, dass die herrschenden Trends weiter Bestand haben.

**Patrick Bucher, Investment Strategy**

Das neue Jahr hat für die meisten Investoren sehr erfreulich begonnen. Angetrieben von positiven Nachrichten sowohl auf der makroökonomischen wie auch auf der Unternehmensseite zeigten sich die Aktienmärkte in bester Laune. Und auch die leichte Korrektur an den Bondmärkten dürfte vielen Anlegern entgegenkommen, haben sie doch mit Käufen langer Anleihen in Erwartung höherer Renditen bisher zugewartet. Je länger diese erfreuliche Periode aber anhält, desto eindringlicher wird die Frage gestellt, wie lange diese Trends anhalten können. Unsere Anlagestrategie geht davon aus, dass die Favoriten vorerst noch nicht wechseln.

Auf der Stufe der Anlagekategorien sind Aktien den Anleihen nach wie vor vorzuziehen. Die überaus erfreuliche Gewinnentwicklung führt dazu, dass Aktien trotz Kursgewinnen gegenüber Anleihen immer noch auf einem historisch tiefen Bewertungsniveau liegen. Auch die Unternehmen selbst scheinen diese Überzeugung zu teilen, wie die zunehmende M&A-

Tätigkeit aufzeigt. Anstelle des riskanteren Aufbaus eigener zusätzlicher Kapazitäten wird das Wachstum über den (günstigeren) Kauf von Konkurrenten bevorzugt. Der Aktienmarkt scheint zuzustimmen, fiel doch die Kursreaktion bei den jüngsten Transaktionen häufig nicht nur im Fall der übernommenen, sondern auch der übernehmenden Gesellschaft positiv aus. Wir gehen davon aus, dass wir erst den Beginn einer sich beschleunigenden Entwicklung von Unternehmenstransaktionen gesehen haben, welche die Aktienmärkte weiter beflügeln dürfte.

## Regionale Allokation entscheidet

Genauso wie 2005 dürfte die regionale Gewichtung der Aktienmärkte entscheidend für den Anlageerfolg sein. Auch hier setzen wir unverändert auf die Gewinner. Die Emerging Markets bleiben auch nach fünf Jahren Outperformance in Folge

unsere bevorzugte Anlageregion. Die Region wird weiterhin zu einem Bewertungsabschlag gegenüber den entwickelten Märkten gehandelt. Mit der deutlich verbesserten makroökonomischen Situation dieser Länder ist dieser aber eigentlich kaum mehr gerechtfertigt. Die Analyse der internationalen Portfoliobewegungen zeigt denn auch, dass der Zustrom ausländischen Geldes in diese Märkte ungehindert anhält. Neben den Emerging Markets ist weiterhin Japan zu bevorzugen, während wir in den USA immer noch untergewichtet bleiben.

Und nicht zuletzt dürfte 2006 ein weiterer Trend eine Fortsetzung finden. Mit dem robusten Wirtschaftswachstum bleiben Rohstoffe aller Art stark gefragt. Nur höhere Preise vermögen die Nachfrage an die nur langsam ausbaufähige Produktion anzupassen. Für Investoren, welche keine Rohstoffinvestments tätigen können, bilden Erdöl- und Rohstoffaktien eine sehr attraktive Alternative.

### Musterportfolio Multi Asset Class Solutions für Pensionsfonds

	EUR	GBP	USD	JPY	CAD/AUD & Rohstoffe	Emerging Markets	Total
<b>Geldmarkt</b>	<b>10,0 ▼</b>		<b>0,0</b>				<b>10,0 ▼</b>
	10,0						10,0
<b>Anleihen</b>	<b>54,9 ▲</b>						<b>54,9 ▲</b>
	55,0	1,0	2,0	2,0			60,0
<b>Aktien</b>	<b>9,8</b>	<b>4,2 ▼</b>	<b>9,9 ▲</b>	<b>4,8 ▼</b>	<b>4,1 ▼</b>	<b>2,3 ▼</b>	<b>35,1 ▲</b>
	10,0	3,0	12,0	3,0	2,0		30,0
<b>Total</b>	<b>74,7</b>	<b>4,2 ▼</b>	<b>9,9 ▼</b>	<b>4,8 ▼</b>	<b>4,1 ▼</b>	<b>2,3 ▼</b>	<b>100,0</b>
	75,0	4,0	14,0	5,0	2,0	0,0	100,0

Fettschrift: Taktische Positionierung, Normalschrift: langfristige Strategie/Benchmark

Quelle: Credit Suisse Division Asset Management

# Markterwartungen Asset Management

Aktienmarkt	07.03.06	12 Monate	Return (lokal)	in EUR
USA	1278	1340	4.8	10.3
Deutschland	5713	6000	5.0	5.0
Niederlande	453	475	4.8	4.8
U.K.	5842	6100	4.4	3.6
Frankreich	4978	5200	4.5	4.5
Italien	37475	38800	3.5	3.5
Spanien	11623	12100	4.1	4.1
Schweiz	7821	8200	4.8	4.9
Japan	1618	1780	10.0	10.9

Kapitalmarkt (10 Jahre)				
USD	4.75	4.90	3.7	9.1
CAD	4.27	4.60	1.9	-1.9
AUD	5.38	5.70	3.2	5.2
JPY	1.66	1.90	-0.4	0.4
EUR	3.62	3.80	2.3	2.3
GBP	4.28	4.40	3.4	2.6
CHF	2.31	2.50	0.8	0.9

Geldmarkt				
USD	4.87	5.00	4.9	10.4
CAD	3.88	4.10	4.0	0.1
AUD	5.55	5.80	5.6	7.8
JPY	0.10	0.40	0.2	1.0
EUR	2.69	3.00	2.8	2.8
GBP	4.58	4.60	4.6	3.8
CHF	1.19	1.75	1.4	1.5

Währungen	in EUR		
USD	1.19	1.13	5.2
CAD	1.37	1.42	-3.7
AUD	1.62	1.59	2.0
JPY	140.10	139.00	0.8
CHF	1.56	1.56	0.1
GBP	0.68	0.69	-0.8

Gold				
USD/oz	556	600	7.9	13.5

Quelle: Credit Suisse Division Asset Management

# Rohstoff-Investments als Konkurrenz zur Realwirtschaft

Rohstoffe haben auch in den letzten Wochen wieder die Schlagzeilen in vielen Wirtschaftspublikationen dominiert. Sei es wegen der angespannten geopolitischen Lage in vielen Öl- und Gas-Förderstaaten oder weil die Einführung neuer Kapitalmarktinstrumente zu einer Verknappung des Rohstoffangebots für die Realwirtschaft führen könnte. **Philipp Vorndran, Senior Investment Strategist**

Damit fand die Phase temporärer Beruhigung an den Warenterminmärkten ein schnelleres Ende als viele Beobachter vermutet hatten. Speziell tradingorientierte Anleger, die in vielen Rohwaren Short-Positionen aufgebaut hatten, wurden somit auf dem falschen Fuß erwischt. Unzweifelhaft befindet sich geopolitisch einiges in sehr unruhigem Fahrwasser. Separatistisch motivierte Rebellen haben inzwischen 20% der Ölproduktion in Nigeria lahm gelegt und angekündigt, die Ausfuhr des leicht raffinerbaren nigerianischen Öls weiter einschränken zu wollen. Der Irak fördert so wenig Rohöl wie seit 2003 nicht mehr und der Atomstreit mit

dem Iran köchelt ganz langsam, aber stetig auf kleiner Flamme weiter. Speziell der Konflikt mit Persien beinhaltet – trotz der immer wieder auftauchenden Beschwichtigungen – hohe Sprengkraft, denn UN-Sanktionen gegen Teheran scheinen angesichts der starren Haltung des Irans im Atomkonflikt nur noch eine Frage der Zeit. Was dies für den Ölmarkt, aber auch die ohnehin zerstrittene OPEC bedeutet, kann nur spekuliert werden. Im Falle eines Handelsembargos erscheinen uns Preise über 80 Dollar für das Barrel Öl durchaus realistisch. Wahrscheinlich ist deshalb, dass die OPEC kurzfristig keine Änderung der Förderquoten vornimmt, auch wenn

einige Mitglieder zu Förderkürzungen tendieren (Das 2. Quartal ist normalerweise das mit der schwächsten Nachfrage).

Kurzfristig fast noch spannender gestaltet sich aktuell die Situation am Silbermarkt. Hier hat die gestiegene Investorennachfrage inzwischen zu einem Kursniveau geführt, auf dem die Unze Silber seit mehr als 20 Jahren nicht mehr notiert hat. Preise über 10 Dollar erinnern an die Zeiten der spekulationsfreudigen Hunt-Brüder. Wahrhaft explodieren könnte die Silbernotierung jedoch dann, wenn der bei der SEC vorliegende Antrag auf einen Silber gedeckten Exchange Traded Fund in die Tat umgesetzt werden darf. Silber dürfte in den USA als Rohstoff-Substitut großen Anklang finden, da man dort aufgrund der früheren Silber-Deckung des US-Dollars eher zu Silber als zu Gold tendiert. Händler rechnen in einem solchen Fall mit einem Unzen-Preis von 12 Dollar und die «Silver Users Association» in den USA (Vertretung von Industrie und Juwelieren) befürchtet gar eine Knappheit an Silber für die Realwirtschaft.

Hier zeigt sich eine Zwickmühle auf, der sich Investoren in Rohstoffe durchaus bewusst sein müssen: Durch den Aufbau von Rohstoffen ausschließlich zu Anlagezwecken verknappt man das Angebot für Industrie und Konsum. Dies führt zu weiter steigenden Preisen, die Investoren erfreuen dürften, die Realwirtschaft jedoch vor einige Probleme stellen wird. Natürlich sind sich auch die asiatischen Notenbanken dieses Problems bewusst, die ihre Währungsreserven in Rohstoffanlagen diversifizieren möchten. Deshalb suchen sie nach «Umweginvestments» wie Währungen von rohstoffreichen Ländern, Aktien von Rohstoffproduzenten oder gleich ganze Ölfelder oder Metallminen.



# Der Büromarkt Singapur – ganz oben auf dem Radar

Nach einer Phase mit einigen schwachen Wirtschaftsjahrgängen, hat Singapur wieder Tritt gefunden. 2004 und 2005 betrug das Wachstum 8 Prozent bzw. 6 Prozent. Das ist eine erstaunliche Dynamik für eines der höchstentwickelten Länder. Diese eindruckliche Entwicklung führt auch am Immobilienmarkt zum Turnaround. **Dr. Peter Dellsperger, Real Estate Portfolio Management**

Hinter Singapurs Erfolgsgeschichte steht nicht nur asiatischer Fleiß, sondern auch eine Regierung, die ganz im Stil eines Firmenmanagements dezidiert und vorausschauend lenkt. Mit dem Abwandern von Produktionsbetrieben in das kostengünstigere China wurden wirksame – vor allem steuerliche – Anreize gesetzt. Ziel war, den Standortstärken entsprechende Wirtschaftsbereiche nachhaltig zu fördern. Das sind Know-how-intensive Sektoren wie Finanzdienstleistungen, Pharma/Biotechnologie und gewisse Dienstleistungen. So ließen sich z.B. viele der international führenden Banken überzeugen, Singapur zum asiatischen Zentrum vor allem für das anspruchsvolle Privatkundengeschäft zu machen. Das Geschäft wächst mit zweistelligen Jahresraten. Allein bei Credit Suisse steigt die Mitarbeiterzahl um einige Hundert pro Jahr. Ebenso erfolgreich entwickeln sich die anderen Branchen. Singapur wird nicht nur für Firmen attraktiv gemacht, sondern auch für die zugehörigen Arbeitskräfte. Die Maximalsteuern betragen 20%; die meisten Leute bezahlen überhaupt nichts, und das bei einer hohen Lebensqualität und relativ tiefen Lebenskosten. Ein weiterer Fördersektor ist der Tourismus. Seit langem ist Singapur als Einkaufsparadies bekannt. Dazu kommen in den nächsten Jahren zwei große Spielkasinos mit integrierten Kultur- und Freizeitanlagen. In Antizipation des Potenzials aus dem nördlichen Asien ein weiterer geschickter Zug einer Regierung, die bisher stets mit der obersten Maxime agiert hat, das Land konkurrenzfähig zu erhalten.

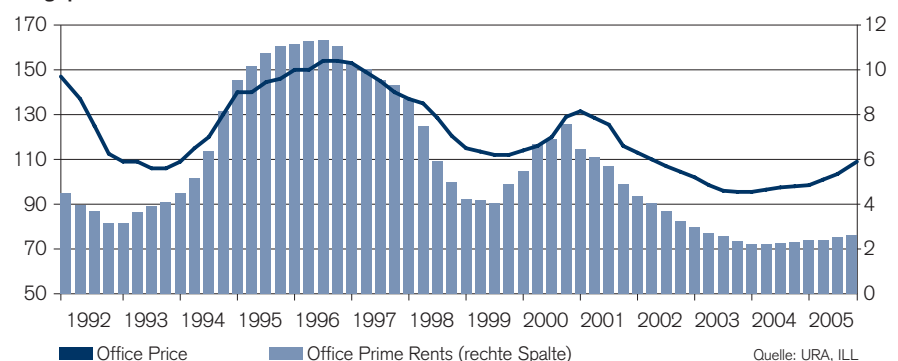
Der Liegenschaftsmarkt spiegelt diese Entwicklung wider. In der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre begann die Nachfrage nach Büroraum zu sinken. Die Produktion konnte sich nicht kurzfristig anpassen.

Es entstand ein Angebotsüberhang. Zwei Jahre absoluten Nachfragerückgangs 2002/2003 brachten dann die Leerstandsquote auf bis zu 20%. Jetzt erlebt der Markt genau das Gegenteil. Die Neunachfrage hat sich dank der wirtschaftlichen Erfolge wieder erholt. Ihr steht aber kaum ein Angebot gegenüber. Das seit 2002 erste und einzige namhafte Projekt, zwei Bürotürme am Raffles Quay im Geschäftszentrum mit Platz für einige Tausend Arbeitsplätze, wird dieses Jahr eröffnet. Es ist längst zum großen Teil an international renommierte Firmen vermietet. Der nächste bedeutende Bau, ebenfalls an der Marina Bay, wird 2010 fertig gestellt. Der gesamte Leerstand wird dann noch wenige Prozente betragen. Die Mietpreise für erstklassige Büroflächen haben sich von monatlich 4 \$ (SGD) pro Quadratfuß 2003 auf heute 5-6 \$ erhöht. Realistische Erwartungen stehen mit 8-9\$ in den kommenden Jahren weit unter den alten Höchstständen. Die



Regierung würde zweifellos Spitzen brechen, indem sie neues Land ausschreiben würde. Mit neuen Projekten wäre dann innerhalb von 3-4 Jahren zu rechnen. Inzwischen dürften mit steigenden Mieten auch die Liegenschaftspreise anziehen. Singapur empfiehlt sich somit als ausgezeichnetes Asienplay für Investoren, die Qualität in einem stabilen Land suchen.

Singapore Real Estate Market





Die Mietpreise für  
erstklassige Büro-  
flächen haben sich von  
monatlich 4 \$ (SGD)  
pro Quadratfuss 2003  
auf heute 5–6 \$ erhöht.

# Kontakte

## Americas

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT, LLC  
466 Lexington Avenue  
New York NY 10017

### **USA**

Tel.: +1 212 875 3500  
US Toll Free 877 272 6872  
Fax: +1 646 658 0728

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT LTDA  
Banco de Investimentos  
Credit Suisse (Brasil) S.A.  
Avenida Brig. Faria/13th Floor  
Lima 3064  
01451-000 Sao Paulo

### **Brazil**

Tel.: +55 11 3841 6000  
Fax: +55 11 3841 6960

## Asia Pacific

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT  
(AUSTRALIA) LIMITED  
ABN 57 007 305 384 AFSL 238390  
Level 31 Gateway  
1 Macquarie Place  
Sydney NSW 2000

### **Australia**

Tel.: +61 2 8205 4300  
Fax: +61 2 8205 4993

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT  
(HONG KONG) LIMITED  
Level 5  
Exchange Square 3  
Connaught Place  
Central

### **Hong Kong**

Tel.: +852 2101-7585  
Fax: +852 2101-7709

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT LIMITED  
Izumi Garden Tower Level 27  
6-1, Roppongi, 1-Chome  
Minato-ku  
Tokyo 106-6024

### **Japan**

Tel.: +81 3 4550 5500  
Fax: +81 3 4550 5505

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT  
(HONG KONG) LIMITED  
Korea Representative Office  
14/F Hanwha Building  
110 Sokong-dong, Chung-ku  
Seoul, 100-755

### **Korea**

Tel.: 822 3707 8952  
Fax: 822 3707 3859

## Europe

CREDIT SUISSE  
Asset Management  
Giesshübelstrasse 30  
P.O. Box 800  
8070 Zurich

### Switzerland

Tel.: +41 1 335 1111  
Fax: +41 1 333 22 25

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT  
investiční společnost, a.s.  
Lazarská 13/8  
120 00 Praha 2

### Czech Republic

Tel.: +420 251 001 311  
Fax: +420 251 001 300

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT (FRANCE)  
Washington Plaza  
44 rue Washington  
75408 Paris Cedex 08

### France

Tel.: +33 1 70 919191  
Fax: +33 1 70 919190

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT  
(Deutschland) GmbH  
MesseTurm  
D-60308 Frankfurt

### Germany

Serviceline:  
Tel.: +49 (0) 69 7538 1111  
Fax: +49 (0) 69 7538 1796

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT  
HUNGARY ALAPKEZELO RT  
Rákóczi út 70-72  
Budapest 1074

### Hungary

Tel.: +36 1 413 2950  
Fax: +36 1 413 2980

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT SIM S.p.A.  
Piazza Missori 2  
20122 Milano

### Italy

Tel.: +39 02 724 141  
Fax: +39 02 866 115

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT  
FUND SERVICE (LUXEMBOURG) S.A.  
5, rue Jean Monnet  
L-2180 Luxembourg

Tel.: +352 436 1611  
Fax: +352 436 161 555

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT LIMITED,  
NETHERLANDS BRANCH  
Honthorststraat 19  
1071 DC Amsterdam

### The Netherlands

Tel.: +31 20 57 54 851  
Fax: +31 20 57 54 830

CREDIT SUISSE ASSET  
MANAGEMENT (POLSKA) S.A.  
Centrum Finansowe Pulawska  
ul. Pulawska 15  
02-515 Warsaw

### Poland

Tel.: +48 22 521 5180  
Fax: +48 22 521 5185

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT Ltd.  
SUCURSAL EN ESPAÑA  
C/Ortega y Gasset 22-24  
3rd Floor  
28006 Madrid

### Spain

Tel.: +34 9 1423 1677  
Fax: +34 9 1423 1679

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT LIMITED  
Beaufort House  
15 St. Botolph Street  
London EC3A 7JJ

### England

Tel.: +44 20 7426 2626  
Fax: +44 20 7426 2828

## Impressum

Trends ist eine Publikation der Credit Suisse, Division Asset Management und enthält Informationen für institutionelle Investoren. Für Abonnemente richten Sie sich bitte an die obenstehenden Ansprechpartner oder Ihren persönlichen Kundenberater.

Patrick Bucher  
Head Investment Strategy, Institutional Multi Asset Class Solutions  
Credit Suisse, CH-8070 Zürich  
Email: [patrick.bucher@credit-suisse.com](mailto:patrick.bucher@credit-suisse.com)

Produced by European Marketing

**Kontakt**

Credit Suisse Asset Management (Deutschland) GmbH

MesseTurm, D-60308 Frankfurt

**Germany**

Serviceline:

Tel: +49 (0) 69 7538 1111

Fax: +49 (0) 69 7538 1796

E-Mail: [investment.fonds@credit-suisse.com](mailto:investment.fonds@credit-suisse.com)

Historische Performance-Daten sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung. Der Wert der Fondsanteile und jedes durch sie generierte Einkommen kann zu- und abnehmen und ist nicht garantiert. Bei der Rückgabe von Fondsanteilen kann der Investor weniger Geld zurückbekommen als er bei seinem ursprünglichen Investment eingesetzt hat. Wenn ein Fonds im Ausland investiert, unterliegt sein Wert ggf. Wechselkursschwankungen. Datenquelle der Performance- und Indexdaten sind die Lipper Schweiz AG und Standard & Pooors's. Alle Entwicklungen werden auf Basis von Rücknahmepreisen berechnet, wobei sich B-Tranchen auf thesaurierende und A-Tranchen auf ausschüttende Fonds beziehen. Wenn nicht ausdrücklich anders ausgewiesen sind alle Daten ungeprüft. Dieses Dokument stellt weder eine Anzeige noch ein Angebot zum Kauf von Anteilen der Fonds dar. Zeichnungen von Fondsanteilen können nur getätigt werden auf Basis des aktuellen Verkaufsprospekts und des letzten Jahresberichtes (bzw. Halbjahresberichtes, wenn aktueller). Diese sind kostenfrei zu erhalten bei der Credit Suisse Asset Management (Deutschland) GmbH, Messeturm, 60308 Frankfurt.