

Trends

Wissen, was an den Finanzmärkten läuft.



Wohneigentum: das Risikobewusstsein hat zugenommen

Equity Global

Wie hoch ist das Risiko in den Schwellenländern wirklich? Die Probleme der 90er Jahre sind in diesem Jahrzehnt dank eines effektiven Krisenmanagements größtenteils verschwunden und konnten in allen wichtigen Schwellenländern zu einer besseren Wirtschaftspolitik führen. (Seite 8)

Asset Allocation

Die Unsicherheit dürfte in den nächsten Wochen vorläufig anhalten. Für den langfristigen Investor wird vor allem entscheidend sein, inwiefern sich die Schwäche im US-Häusermarkt auf die Lage der Weltwirtschaft auswirken wird. (Seite 11)

Rohstoffe

Rohstoff-Indizes verloren an Boden, konnten sich aber angesichts der Subprime-Befürchtungen gut halten. Dies könnte darauf hindeuten, dass die seit mehreren Monaten andauernde Konsolidierung vor dem Ende steht. (Seite 15)



Im Brennpunkt der Weltkonjunktur: US-Immobilienmarkt

Für Aktien-Neukäufe drängen sich im aktuellen unsicheren Anlageumfeld die attraktiv bewerteten Märkte Schweiz, Euroland und USA auf.

Inhalt

- 04 **Konklusion**
Vorübergehende Unsicherheit, keine Trendwende
- 05 **Prognosen**
Markterwartungen Asset Management
- 06 **Makro Global**
Angespannte Lage durch Vertrauensverlust
- 08 **Equity Global**
Schwellenländer – wird der Rubikon überschritten?
- 10 **Equity Europe**
Versicherungen: Kommt der Sommer zurück?
- 11 **Asset Allocation**
Wenn alle nur noch von Subprime sprechen
- 12 **Fixed Income Global**
Wird die «moral hazard»-Problematik die US-Notenbank von einer Zinssenkung abhalten?
- 15 **Rohstoffe**
Rohstoffnotierungen dürften wieder anziehen
- 16 **Alternative Investments**
Gesunde Neubewertung von Kreditrisiken
- 17 **Real Estate**
Transparent und effizient: Australiens Immobilienmarkt
- 18 **Kontakte**

Vorübergehende Unsicherheit, keine Trendwende

Die Flut negativer Nachrichten aus dem US-Immobilien Sektor scheint nicht abzubrechen. Die Schockwellen erreichen Finanzinstitute und Anlageinstrumente, die man kaum mit US-Hypotheken in Verbindung bringen würde. Die Unsicherheit über die weiteren Auswirkungen hat zu einer generellen Neueinschätzung aller Anlagen geführt und gewisse Marktsegmente vorübergehend völlig lahmgelegt. Entscheidend für die weitere Entwicklung werden die Auswirkungen der aktuellen Kreditkrise auf die Entwicklung der Weltkonjunktur sein. Unser Szenario geht von einem nur leicht abgeschwächten Wachstum aus und spricht deshalb mittelfristig für eine Fortsetzung des positiven Trends der Aktien. Die Märkte dürften jedoch einstweilen von erhöhter Volatilität geprägt sein.

Anleihen

Die Flucht in die Qualität hat die Zinsen von Staatsanleihen auf Tiefstwerte gedrückt. Auch wenn tiefere Inflations- und Wachstumserwartungen als Erklärung dienen können, scheint uns die Marktbeziehung vor allem durch technische und Stimmungskindikatoren getrieben. Lang laufende Anleihen scheinen uns weiterhin wenig attraktiv. Benchmarkorientierte Investoren sollten in der aktuellen unsicheren Marktphase die Duration-Abweichung jedoch limitieren.

Trotz eines dramatischen Anstiegs der Kredit-Spreads besteht keine Eile, an unserer Strategie mit Fokus auf Qualität etwas zu ändern. Hingegen zahlt es sich aus, kurzfristige Papiere mit guter Qualität, welche durch Liquidationen von Fonds auf den Markt kommen, zu äußerst attraktiven Preisen zu erwerben.

Währungen

Die Auflösung von Carry Trades war auch am Devisenmarkt das prägende Thema der vergangenen Wochen. Dies hat insbesondere zu einer markanten Stärkung des JPY gegenüber praktisch allen Währungen geführt. Dies bestätigt unsere Sicht, dass vor allem die beliebte Untergewichtung von JPY und CHF heute ein (zu) großes Risiko darstellt und Risiken in der Währungsallokation klein gehalten werden sollten. An unserer Präferenz von AUD und CAD innerhalb des USD-Raumes sowie der NOK gegen den EUR halten wir dagegen fest.

Aktien

Betrachtet man die Verwerfungen an den Kredit- und Kapitalmärkten, haben sich die Aktienbörsen außerordentlich gut gehalten. Die gewichenen Zinserhöhungsängste bieten hier eine unerwartete Stütze. Insbesondere die Emerging Markets reagierten – fundamental durchaus gerechtfertigt – erstaunlich gelassen und haben den größten Teil der Verluste wieder aufgeholt. Wir favorisieren die Region weiterhin, doch nach der deutlichen Outperformance seit Jahresbeginn haben wir die regionalen Risiken im Portfolio reduziert. Für Neukäufe drängen sich im aktuellen unsicheren Anlageumfeld die attraktiv bewerteten Märkte Schweiz, Euroland und USA auf.

Asset Allocation

Mit unserem leichten Aktienübergewicht haben wir zwar die jüngste Korrektur auch nicht ganz ohne Verluste überstanden. Wie in der letzten Ausgabe von Trends erwähnt, gibt uns diese vorsichtige Positionierung jetzt aber die Möglichkeit, die Aktienquote zu reduzierten Kursen zu erhöhen. Wir haben unsere seit längerem anhaltende vorsichtige Einstellung gegenüber Schweizer Aktien aufgegeben und die Preisgabe sämtlicher Kursgewinne dieses Jahres zum Aufbau eines Übergewichtes genutzt. Auch in den USA nutzen wir die reduzierten Kurse zur Aufstockung – von einer Untergewichtung in Richtung einer leichten Übergewichtung. Mit einer leichten Verlängerung der Duration reduzieren wir das Portfoliogesamtrisiko, da sich Bonds im Falle einer möglichen weiteren Korrektur der Aktienmärkte stabilisierend auf das Gesamtportfolio auswirken sollten.

Markterwartungen Asset Management

Aktienmarkt	6.9.2007	12 Monate	Return (lokal)	in EUR
USA (S&P 500)	1,472	1,620	10,0	3,6
Deutschland (DAX)	7,588	8,500	12,0	12,0
Niederlande (AEX)	523	580	10,9	10,9
U.K. (FTSE 100)	6,271	7,000	11,6	7,3
Frankreich (CAC 40)	5,577	6,300	13,0	13,0
Italien (MIBTEL)	39,588	45,000	13,7	13,7
Spanien (IBEX 35)	14,240	15,800	11,0	11,0
Schweiz (SMI)	8,843	9,800	10,8	13,8
Japan (TOPIX)	1,569	1,800	14,7	18,7

Kapitalmarkt (10 Jahre)				
USD	4,49	5,00	0,8	- 5,1
CAD	4,34	4,80	1,1	- 1,7
AUD	5,90	6,10	4,5	3,0
JPY	1,62	1,90	- 0,7	2,8
EUR	4,21	4,50	2,1	2,1
GBP	5,02	5,50	1,7	- 2,2
CHF	2,97	3,20	1,2	3,9

Geldmarkt				
USD	5,72	5,00	5,4	- 0,8
CAD	5,14	4,80	5,0	2,1
AUD	7,07	6,50	6,9	5,3
JPY	0,97	1,10	1,0	4,5
EUR	4,76	4,40	4,6	4,6
GBP	6,80	6,00	6,5	2,4
CHF	2,90	3,00	2,9	5,7

Währungen			in EUR	
USD	1,36	1,45	- 5,9	
CAD	1,44	1,48	- 2,8	
AUD	1,66	1,69	- 1,5	
JPY	157,30	152,00	3,5	
CHF	1,64	1,60	2,7	
GBP	0,68	0,70	- 3,8	

Gold		Return (lokal)		in EUR
USD/oz	697	750	7,7	1,3

Quelle: Credit Suisse

Historische Performancedaten sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

Angespannte Lage durch Vertrauensverlust

Auslöser der turbulenten Marktentwicklungen der vergangenen Wochen waren keine bedeutenden Veränderungen von Fakten. Vielmehr sorgten ein verstärktes Risikobewusstsein und allgemeine Verunsicherung für einen heftigen Vertrauensverlust. Thomas Herrmann, Global Economics & Forex Research

Das globale Wirtschaftswachstum scheint im Vergleich zum zweiten Quartal an Dynamik verloren zu haben. Gemäß den Wirtschaftsindikatoren sind die Bilanzen zum Zeitpunkt der Berichterstattung jedoch positiv. Das moderatere Wachstum dürfte die Inflationsängste abschwächen, die den Zentralbankern noch vor kurzem zu schaffen machten. Durch die vermehrte Unsicherheit büßten jedoch einige Marktsegmente an Liquidität ein, spannte sich die Lage insbesondere am Geldmarkt an und verschärfte sich die monetären Bedingungen insgesamt, was sich auf die Realwirtschaft auswirken könnte. Die Zentralbanken, allen voran die US-Notenbank, befinden sich auf einer Gratwanderung. Auf der einen Seite befürworten sie die Neubewertung der Risiken und wollen Anlegern, die «übermäßige» Risiken eingegangen sind, nicht aus der Klemme helfen. Auf der anderen Seite müssen sie geeignete Maßnahmen zum Schutz der Realwirtschaft ergreifen, sollte sich herausstellen, dass diese verstärkt gefährdet ist.

Vertrauensverlust und knappere Liquidität

Die ermittelten Wirtschaftsdaten fielen auch in den vergangenen Wochen positiv aus, doch das erhöhte Risikobewusstsein erzeugte einen Vertrauensverlust und eine knappere Liquidität an den Geldmärkten.

In den USA wurde das Wachstum im zweiten Quartal auf 4,0% nach oben korrigiert (QoQ, annualisiert), während der Immobilienmarkt weiter zurückblieb und der Privatkonsum, der in den vergangenen zwei Quartalen sehr stark gewesen war, ebenfalls nur einen schwachen Beitrag leistete. Das Wachstum stützte sich hingegen weitgehend auf den starken Beitrag von Nettoexporten und

Unternehmensinvestitionen. Der US-Arbeitsmarkt, der den Konsum hauptsächlich antreibt, ist nach wie vor stabil. Diese Angaben entstammen jedoch der Vergangenheit. Nach der Vertrauenskrise im August (siehe unten) werden Vertrauensmaßnahmen für Verbraucher und Geschäfte von ausschlaggebender Bedeutung sein. Es gestaltet sich immer noch schwierig, den genauen Auslöser für die Entwicklungen im August auszumachen. Eine Mischung aus eingestellten Rückzahlungen von Fondsanteilen, Berichten über Verluste von US-Hypothekengebern und anderen Nachrichten erhöhte jedoch das Bewusstsein für potenzielle Risiken im Subprime-Hypothekenmarkt, der größere Ausfälle verzeichnete.

Dies wiederum führte zu einer vermehrten Risikoaversion, die sich beispielsweise in den Verlusten an den Aktienmärkten, einer Ausweitung der Kredit-Spreads und Liquiditätsengpässen am Interbankengeldmarkt bemerkbar machte.

Wie reagieren die Zentralbanken?

Die US-Notenbank hat deutlich gemacht (wobei andere Zentralbanker noch schneller reagierten), dass sie nur eingreifen werde, um größere Beeinträchtigungen der Realwirtschaft zu vermeiden. Damit wollten die Zentralbanker die Botschaft vermitteln, dass sie Anlegern, die zu große Risiken eingegangen waren und deshalb bei der Neubewertung der Risiken im August Verluste einstecken mussten, nicht durch Zinssenkungen zur Unterstützung der angeschlagenen Finanzmärkte aushelfen werden. Weltweit warnten die Zentralbanken stets vor Selbstzufriedenheit und wiesen darauf hin, dass die Risikobewertung nicht angemessen sei. Der britische Notenbank-

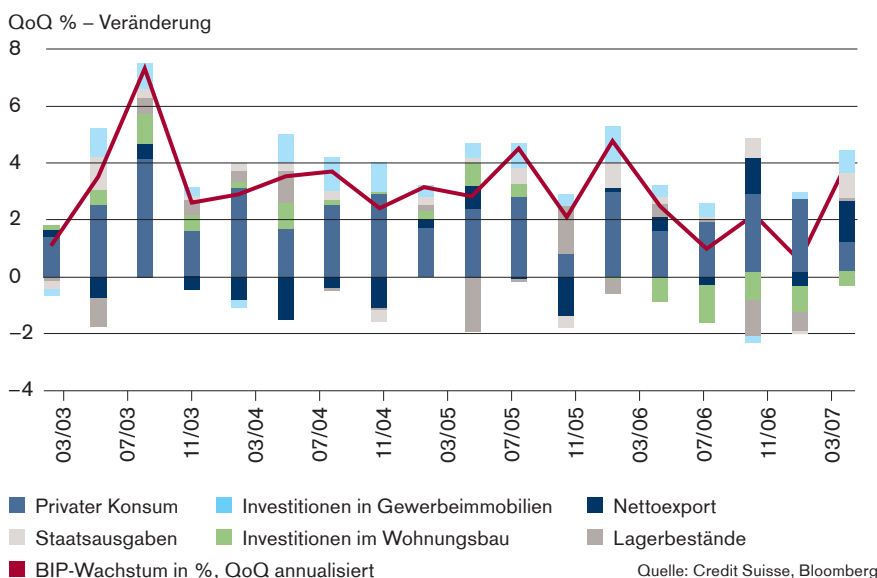
chef Mervyn King machte deutlich, was die Geldpolitik in einem solchen Fall unternehmen bzw. unterlassen sollte: «(...) Zinsen sind kein Mittel der Geldpolitik, um unkluge Kreditgeber vor den Folgen ihrer vergangenen Entscheidungen zu schützen (...).» Die US-Notenbank bestätigte jedoch, dass die Risiken für die Realwirtschaft angestiegen sind, als es am Geldmarkt zu Liquiditätsengpässen kam. Die Zentralbanken verpassten Liquiditätsspritzen, während die US-Notenbank die Banken aufforderte, bei Finanzierungsbedarf das Diskontfenster in Anspruch zu nehmen. Hierzu senkte sie den Diskontsatz, der bei solchen Geschäften berechnet wird, um den Druck zu verringern. Dies wirkte sich jedoch überwiegend nur am ganz kurzen Ende der Geldmarktkurve aus.

Es stellt sich die Frage, wie gering die Liquidität am Geldmarkt tatsächlich ist bzw. wie wahrscheinlich es ist, dass die Realwirtschaft davon in Mitleidenschaft gezogen wird. Die Lage an den Geldmärkten bleibt angespannt. Angesichts der Höhe der Zinsen an den Geldmärkten im Euroraum könnte man fast annehmen, die EZB hätte kürzlich eine Zinserhöhung um 50 Basispunkte durchgeführt (vgl. Abb. 2). In den vergangenen Wochen haben die Corporate Spreads zugenommen, während die Renditen von Staatsanleihen gesunken sind, wodurch die Ausweitung der Spreads großteils wieder ausgeglichen wurde. Erhebungen zu Kreditrichtlinien im Euroraum und in den USA werden erst im Oktober verfügbar sein. Es scheint, dass die Banken und andere Anleger vor dem Hintergrund einer fortwährenden Vertrauenskrise an den Interbankemärkten weniger risikofreudig geworden sind und die Kreditrichtlinien verschärft haben. Für das viel diskutierte Subprime-Segment am Hypothekenmarkt trifft dies sicherlich zu. Allgemein bekommen dies die Verbraucher dank

einiger rechtzeitig getroffener Maßnahmen bisher jedoch nur am Rande zu spüren. Die Zinsen bei Fahrzeugkrediten sind im August unverändert geblieben. Bei den Kreditkosten für Unternehmen wurde kein drastischer Anstieg verzeichnet, und die Unterneh-

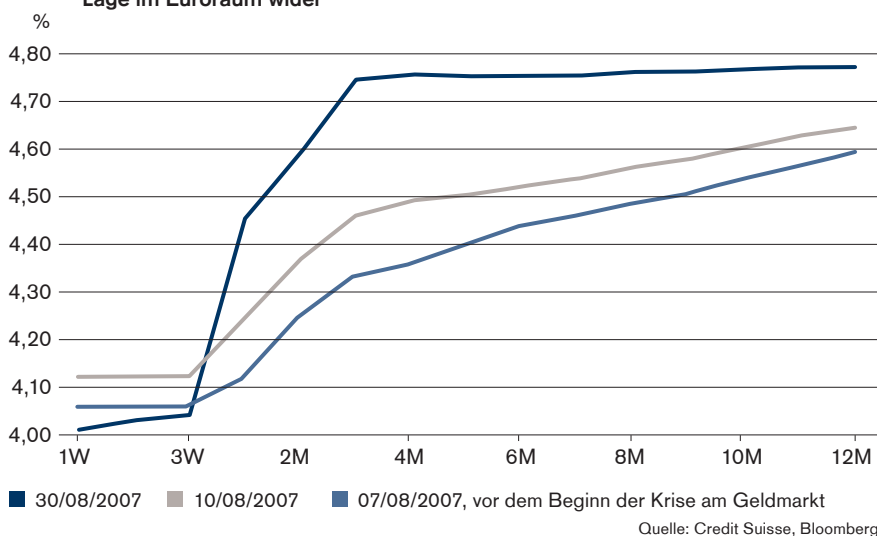
men verfügen weiterhin über hohe Bargeldbestände und gesunde Bilanzen. Sie dürften daher in der Lage sein, Unternehmensinvestitionen zu finanzieren (d. h. reale Wirtschaftstätigkeit) – sofern das Vertrauen bestehen bleibt.

Abb. 1: US-Wachstumsbeiträge



Historische Performancedaten sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

Abb. 2: Die Geldmarktkurve spiegelt nach wie vor die angespannte Lage im Euroraum wider



Historische Performancedaten sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

Stärkere Währungen für SNB und BoJ

Es war nicht allzu überraschend, dass der Schweizer Franken und der Japanische Yen angesichts des wechselhaften Marktumfelds, das von einer zunehmenden Risikoaversion begleitet wurde, beträchtlich zulegten. Der SNB zufolge wurden die Inflationsängste dadurch deutlich abgeschwächt. Die SNB hatte zuvor noch auf das vorübergehende Risiko einer schwachen Währung aufgrund von Importpreisen hingewiesen, wobei die Inflation den größten Anlass zur Sorge gab.

Aufgrund einer Reihe von Strukturfaktoren waren unsere Inflationsaussichten für die Schweiz immer sehr positiv. Die Wahrscheinlichkeit einer deutlichen Verschärfung wird also davon abhängen, ob der Schweizer Franken weiter nachgibt.

Vor den Marktturbulenzen waren wir davon ausgegangen, dass die BoJ ihren allmählichen Normalisierungsprozess bei ihrem Treffen im August fortsetzen würde. Sie ist weiterhin mit Inflation im negativen Bereich konfrontiert, wobei die Aufwertung des Yen eine Bedrohung für die Exporte darstellt. Das Wachstum, das im zweiten Quartal etwas an Dynamik einbüßte, verlangsamte sich im Vorjahresvergleich nur geringfügig von 2,5% auf 2,3%. Trotz der allgemein weiterhin positiven Wachstumsaussichten dürfte die BoJ ihre restriktive Geldpolitik auch im vierten Quartal fortsetzen.

Schwellenländer – wird der Rubikon überschritten?

Die Schwellenländer bekamen nach einer starken Performance bis Mitte Juli den Einbruch der Märkte auf breiter Front zu spüren, der durch die Kreditbedenken in den USA ausgelöst worden war. Der MSCI-EM-Index büßte im August zeitweise bis zu 14% ein, erholte sich jedoch gegen Monatsende wieder. Trotzdem verzeichnete der MSCI-EM-Index im August zum ersten Mal seit Jahresbeginn ein Minus von 2,3%. Annabel Betz, Global Equity Portfolio Management

In Anbetracht der zunehmenden Nervosität hinsichtlich der Kreditbedingungen dürfte den Schwellenländern in der nächsten Zeit ein stärkerer Wind entgegenwehen, was sich durch Verunsicherungen in Bezug auf das weltweite Wirtschaftswachstum und eine geringere Risikobereitschaft der Investoren bemerkbar machen wird. Trotzdem sind die makroökonomischen Fundamentaldaten der Schwellenländer so stabil wie nie zuvor, und die langfristigen Investitionsaussichten sind nach wie vor intakt.

Allgemeine Risiken

Unseres Erachtens stellt die Verunsicherung in Bezug auf das weltweite Wirtschaftswachstum das größte Risiko für die kurzfristigen Aussichten der Schwellenländer dar. Es stellt sich die Frage, wie stark die Schwellenländer von den globalen Zyklen abhängig sind. Aus der unten stehenden Abbildung 1 ist ersichtlich, dass die Hausse der Schwellenländer seit 2003 gegenüber Änderungen der weltweiten Wachstumserwartungen ziemlich stabil ist. Der Zerfall der traditionellen Korrelation von Erträgen in Schwellenländern mit Bewegungen des MSCI-Index und des OECD-Vorlaufindikators lässt auf folgende Faktoren schließen: Erstens der phänomenale Aufstieg Chinas (nicht in den OECD-Daten enthalten), der den Herstellern und Exporteuren von Rohstoffen in Schwellenländern einen unabhängigen Wachstumsantrieb bot; zweitens die Auseinanderentwicklung des Wachstums der drei größten Wirtschaftsmächte in den vergangenen Jahren, wobei sich Europa und Japan gegenüber der schleppend vorangehenden Wachstumsentwicklung der USA resistenter zeigten; und drittens die starke



Schwellenländer: intakte Aussichten, Beispiel Johannesburg

Inlandsnachfrage in den Schwellenländern selbst. Rund 60% des MSCI-Universums umfassen Sektoren, die eher auf die inländische Nachfrage ausgerichtet sind, wie Finanzdienstleistungen, Telekommunikation, Konsumgüter, Nicht-Grundgüter, Industrie und Versorgungsbetriebe.

Es bleibt abzuwarten, wie sich der gegenwärtige Liquiditätsengpass auf die allgemeinen Wachstumsaussichten der USA und insbesondere die Verbraucherausgaben auswirken wird. Wir gehen jedoch davon aus, dass die USA eher

nicht in eine Rezession hineinrutschen werden, da die Bilanzen und Aussichten der Unternehmen in Bezug auf Neueinstellungen und Ausgaben positiv sind. Vor dem Hintergrund des schleppenden Wachstums in den USA dürfte sich das starke Wachstum in den Schwellenländern fortsetzen. Die Schwellenländer konnten sich in Bezug auf ihr Wachstum zunehmend von der US-Konjunktur abkoppeln. Gegenwärtig nehmen die USA nur noch 14% der Exporte der Schwellenländer auf – gegenüber 25% im Jahr 1985. Die makroökonomischen

Aussichten Chinas bleiben mit einem erwarteten BIP-Anstieg von rund 11% in diesem Jahr weiterhin sehr stark. Zudem gibt es keine Anzeichen für eine wesentliche Verlangsamung, was den Preisen für Industrierohstoffe Unterstützung bietet.

Die Risikobereitschaft der Investoren ist ein weiterer wichtiger Faktor, der die Märkte kurzfristig beeinflusst. Da die Investoren die Risiken im gesamten Kreditspektrum neu bewerten, gehen wir nicht davon aus, dass die Zuflüsse in diese Anlageklasse schon bald in großem Ausmaß zurückkommen werden. Darüber hinaus bleiben die Risiken von Mittelabflüssen erhöht. Die Bedenken auf der Angebotsseite könnten ebenfalls zunehmen, da sich in zahlreichen Ländern noch eine Menge Aktien in der Pipeline befinden.

Gute Fundamentaldaten

Wie hoch ist das Risiko in Schwellenländern wirklich? Die Probleme der Neunzigerjahre, wie hohe Ertragsbilanzdefizite, überbewertete Devisenkurse und hohe Auslandsschulden, sind in diesem Jahrzehnt dank eines Krisenmanagements, das in allen wichtigen Schwellenländern zu einer besseren Wirtschaftspolitik führte, größtenteils verschwunden. Durch eine vorsichtige Finanzpolitik und Geldwirtschaft konnten Budgetdefizite, Inflation sowie Realzinssätze beträchtlich verringert werden, wodurch die Kapitalkosten gesenkt und der inländische Konsum sowie Investitionen angekurbelt wurden. Der Abbau von Fremdverschuldung auf makroökonomischer Ebene wirkte sich auch im mikroökonomischen Bereich aus, und der Verschuldungsgrad der Unternehmen fiel in den Schwellenländern auf einen historischen Tiefstand. Infolge einer Wende bei den externen Fundamentaldaten wurden aus den globalen Kreditnehmern der Schwellenländer globale Gläubiger. Die beträchtlichen Reserven, die aufgebaut wurden, bilden ein Polster gegen Veränderungen der weltweiten Liquidität.

Die langfristigen Wachstumsaussichten sind ebenfalls sehr positiv. Die Schwellenländer sichern sich weitgehend wie-

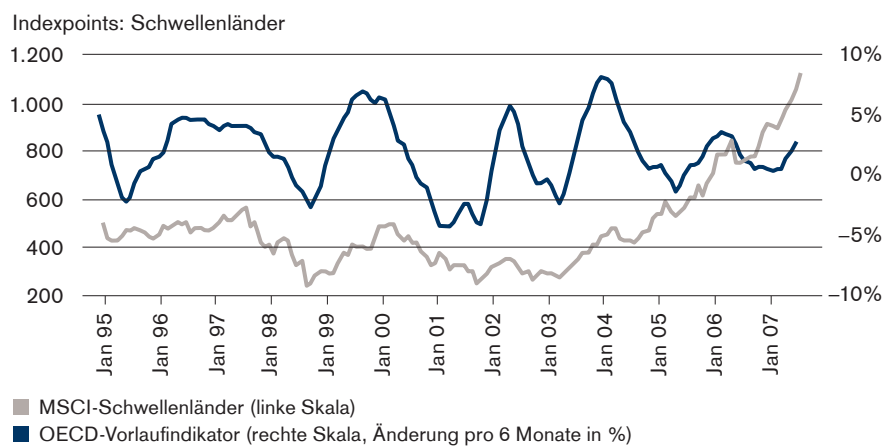
der ihren rechtmäßigen Platz in der Weltwirtschaft. Im Jahr 1820 trugen die Entwicklungsländer noch 80% zum weltweiten BIP bei. Diese Zahl verringerte sich im zwanzigsten Jahrhundert und betrug 1950 nur noch 30%. Die Wirtschaftsreformen, vor allem in den BRIC-Ländern, ließen sie schließlich wieder auf 50% ansteigen. Die starken inländischen Wachstumstriebe (Urbanisierung, zunehmende Finanzintermediationsgeschäfte, Infrastrukturausgaben, demografische Veränderungen) dürften die mittelfristigen Wachstumsaussichten ebenfalls verbessern. Bisher machen die Aktien von Schwellenländern nur 11% der Marktkapitalisierung der entwickelten Länder aus. Da die Schwellenländer jedoch weltweit an Bedeutung gewinnen, ist für eine Expansion dieser Anlageklasse unseres Erachtens noch Spielraum vorhanden.

Die Aktien der Schwellenländer sind nicht mehr so günstig wie in der Ver-

gangenheit. Sie sind jedoch nicht überbewertet und werden zu einem KGV gehandelt, das den historischen Durchschnittswerten nahe kommt. Zudem sind sie immer noch günstiger als die Aktien entwickelter Märkte.

Eine weitere Marktschwäche würde unserer Ansicht nach Kaufgelegenheiten bieten, insbesondere bei Märkten und Aktien mit guter Ertragstransparenz, einem größeren Engagement im Binnenwachstum und geringer Fremdfinanzierung im mikro- oder makroökonomischen Bereich. Abschließend gehen wir davon aus, dass sich die gegenwärtige Finanzkrise letzten Endes nicht als ein Ende der Hausse an den Schwellenmärkten, sondern als eine Pause herausstellen wird. Investoren sollten dabei weitere Rückgänge der Aktienkurse nutzen, um ihr Engagement in einem äußerst starken und langfristigen Wachstumsmarkt zu erhöhen.

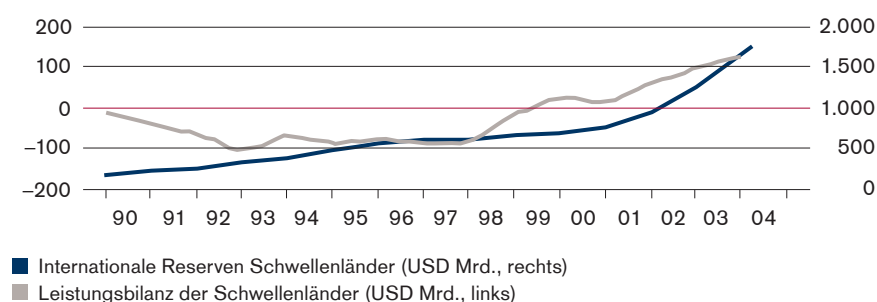
Abb. 1: MSCI-Schwellenländer vs. OECD-Vorlaufindikator



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse, Division Asset Management, LLC

Historische Performancedaten sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

Abb. 2: Verlagerung externer Dynamiken



Quelle: DB Securities, World Bank, Bloomberg, Credit Suisse, Division Asset Management

Historische Performancedaten sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

Versicherungen: Kommt der Sommer zurück?

Europäische Versicherungsunternehmen litten in den vergangenen Wochen nicht nur unter dem schlechten Wetter. Die Probleme am amerikanischen Hypothekenmarkt haben den Sektor auf ein historisch niedriges Kursniveau fallen lassen. Ist die Zeit jetzt reif für ein Comeback?

Markus Zipperer, Portfolio Management Equities

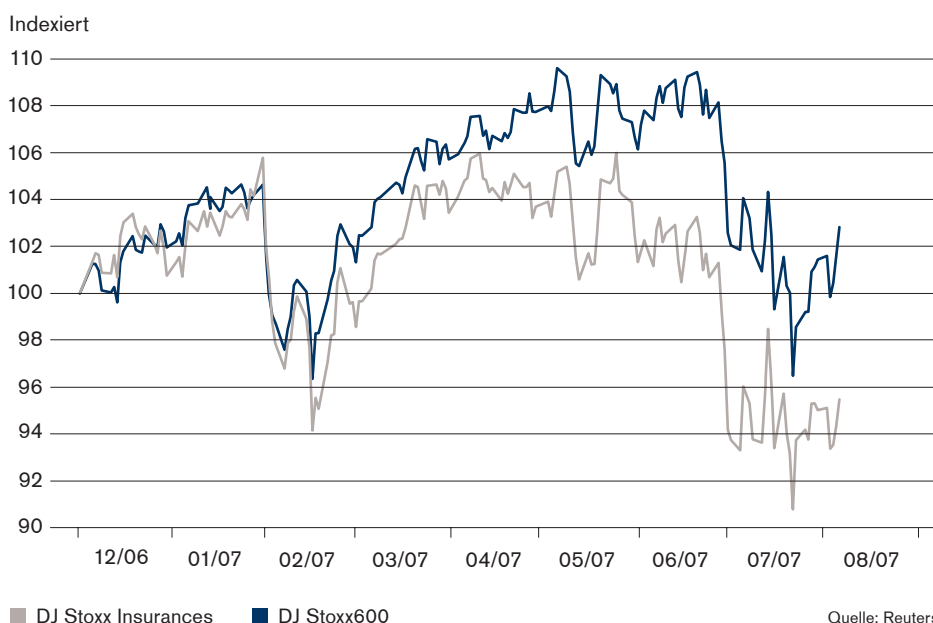
Der in den vergangenen Wochen oft zitierte US-Hypothekenmarkt hat auch die Performance europäischer Versicherungswerte tief in Mitleidenschaft gezogen. In Einklang mit dem Bankensektor haben Versicherungen seit Ende Juni im Durchschnitt 7% an Wert verloren. Bewertungstechnisch ist damit das niedrigste Niveau seit März 2003 erreicht. Auf Basis von KGV sowie Preis/Buch-Verhältnis bietet der Sektor im Vergleich zum Gesamtmarkt derzeit einen Abschlag von 28% bzw. 40% – sozusagen ein klassisches Value-Play.

Nach den jüngsten «Hiobsbotschaften» ist es mehr als wahrscheinlich, wenn nicht sogar unvermeidbar, dass es zu weiteren Verlusten am amerikanischen Markt für Immobilienkredite kommen wird. Dies

solte europäische Versicherungswerte jedoch nicht zu stark belasten, da die Unternehmen dort nur über ein begrenztes Engagement verfügen. Basierend auf den letzten Quartalsergebnissen der europäischen Versicherungsunternehmen waren im Durchschnitt 2,3% des Eigenkapitals im Bereich «subprime» investiert. In einem Worst-Case-Szenario würde dies den operativen Gewinn der Unternehmen im laufenden Jahr um 7,5% reduzieren. Vergleicht man dies mit der jüngsten Wertentwicklung, so wurde dieser mögliche Verlust von den Investoren schon vorweg genommen. Zu dem verfügen die Versicherungen über ausreichend Liquidität und sind nicht gezwungen – im Gegensatz zu den Banken – ihre Papiere zu verkaufen.

Neben der attraktiven Bewertung spricht vor allem der gute Geschäftsverlauf für ein Engagement in Versicherungstiteln. Die Berichterstattung des zweiten Quartals war geprägt von starken Cashflows und niedrigen Combined-Ratios (Schaden/Kosten-Quote) aufgrund des Ausbleibens von Großschäden. Weiteres Überraschungspotential könnte von dem Auflösen von Rückstellungen ausgehen, da mittlerweile fast alle Unternehmen sehr hohe Reserven gebildet haben. Dies sollte den Trend zu Aktien-Rückkaufprogrammen weiter unterstützen.

Abb. 1: Versicherungssektor und europäischer Aktienmarkt



■ DJ Stoxx Insurances ■ DJ Stoxx600

Quelle: Reuters

Historische Performancedaten sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

Wenn alle nur noch von Subprime sprechen

Das Debakel um die Finanzierung von Hypotheken von Schuldern mit niedriger Bonität in den USA hat sich zu einer Vertrauenskrise ausgeweitet, welche die Finanzindustrie rund um den Globus tangiert. Für den langfristigen Investor wird vor allem entscheidend sein, inwiefern sich die deutliche Schwäche im US-Häusermarkt auf die gesamte US-Wirtschaft und den Rest der Welt auswirkt. Auch wenn unsere Ökonomen heute von leicht schwächerem Wachstum ausgehen, sind die längerfristigen Aussichten weiterhin positiv. Patrick Bucher, Investment Strategy

Dass der US-Häusermarkt in einer ungesunden Verfassung ist, war eigentlich schon seit längerem bekannt. Über die Möglichkeiten, sich ohne jegliches Eigenkapital mit reduzierten Zinszahlungen zu Beginn des Kreditverhältnisses ein Haus leisten zu können, hat der solide finanzierte Europäer vielleicht gestaunt. Dass sich daraus jedoch eine Finanzkrise weltweiten Ausmaßes entwickeln könnte, wurde kaum angenommen. Doch zu jeder Korrektur gehört ja bekanntlich der Überraschungseffekt. Und jede Korrektur bringt eine neue Überraschung.

Es gehört zu den Innovationen der Finanzmärkte, dass Risiken heute viel besser verbrieft und damit weitergereicht werden können. Dies ist grundsätzlich eine sehr positive Entwicklung, da dadurch entstehende Verluste auf eine größere Zahl von Anlegern «diversifiziert» werden können. Die Verluste aus dem lokalen Immobilienmarkt in den USA werden damit statt vom lokalen Bankensektor von einer Vielzahl von Investoren rund um den Globus übernommen. Der fatale Nachteil

dieses Risikotransfers liegt jedoch in der Tatsache, dass die Finanzmärkte erst einmal nicht wissen, wo genau überall Verluste anfallen. Diese Unsicherheit ist unseres Erachtens das prägende Merkmal der aktuellen Börsenkorrektur. Ganze Segmente des Finanzmarktes wurden dadurch vorübergehend lahmgelegt.

Vorerst noch volatil

Die Unsicherheit dürfte in den nächsten Wochen vorläufig anhalten. Nach wie vor sind Investoren damit beschäftigt, ihre illiquiden Anlagen zu bewerten und allenfalls abzustoßen, wenn die Risiken falsch eingeschätzt worden waren. Damit erwarten wir für die unmittelbare Zukunft weiterhin volatile Märkte. Diese bieten jedoch auch Chancen für den Anleger. Finanzmarktkrisen sind immer dann exzellente Kaufgelegenheiten gewesen, wenn der Effekt auf die Realwirtschaft gering geblieben ist. Deshalb liegt der Fokus der Investoren zurzeit auf den Indikatoren in den USA wo die deutlichsten Auswir-

kungen erwartet werden. Auch wenn wir in den USA von einem negativen Einfluss auf die Wachstumsraten ausgehen, sind wir von Rezessionsszenarien weit entfernt. Es darf nicht vergessen werden, dass noch vor relativ kurzer Zeit die Sorgen des Marktes eher einem Überschießen des Wachstums galten und in vielen Teilen der Welt immer noch gelten.

Erhöhte Aktienquote

Wir empfehlen deshalb, die aktuelle Korrektur zu der von uns in den letzten Ausgaben von Trends immer wieder angekündigten Erhöhung unseres leichten Aktien-Übergewichtes zu nutzen. Dabei konzentrieren wir uns auf defensivere Märkte, die aufgrund der Korrektur wieder Bewertungen nahe den Zehnjahrestiefs aufweisen: die Schweiz und die USA. Diese Märkte haben ein relativ limitiertes weiteres Korrekturrisiko und sollten von der Präferenz der Investoren für sicherere Anlagen profitieren können.

Musterportfolio Multi Asset Class Solutions für Pensionsfonds

	EUR	GBP	USD	JPY	CAD/AUD & Rohstoffe	Emerging Markets	Total
Money Market	7,8% ▼	3,5%	0,0%	0,2%			11,5% ▼
	10,0%	0,0%	0,0%	0,0%			10,0%
Bonds	51,1% ▲	0,5% ▼	2,2% ▲	1,6%			55,4% ▲
	55,0%	1,0%	2,0%	2,0%			60,0%
Equities	13,4%	1,5% ▲	12,6% ▲	2,9%	2,7% ▲	0,0% ▼	33,1% ▲
	10,0%	3,0%	12,0%	3,0%	2,0%	0,0%	30,0%
Total	72,3%	5,4% ▲	14,8% ▲	4,7% ▼	2,7%	0,0% ▼	100,0%
	75,0%	4,0%	14,0%	5,0%	2,0%	0,0%	100,0%

Quelle: Credit Suisse

Fettschrift: taktische Positionierung, Normalschrift: langfristige Strategie/Benchmark, Pfeile signalisieren Veränderung im Vergleich zur letzten Ausgabe von Trends.

Historische Performancedaten sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

Wird die «moral hazard»-Problematik die US-Notenbank von einer Zinssenkung abhalten?

Die größeren Zentralbanken haben wegen der gegenwärtigen Liquiditätskrise mehrere Milliarden ins System fließen lassen. Eine Anpassung der Referenzsätze dürfte folgen. Zinssenkungen sind jedoch nicht unbedingt die richtige Maßnahme, um den Liquiditätsengpass zu überwinden, da sie das verlorene Vertrauen allein nicht ersetzen können und kreditfinanzierten Investoren falsche Signale geben könnten. Philipp Büchler, Global Fixed Income

Die gegenwärtigen Turbulenzen an den Finanzmärkten haben zu einer starken Divergenz zwischen den Interbankensätzen und Renditen kurzfristiger Staatsanleihen geführt. Beispielsweise hat sich der TED-Spread mit drei Monaten Laufzeit (Differenz zwischen dem Zinssatz von US-Dollar-Anlagen am Euromarkt und demjenigen von US-Treasury-Bills mit jeweils drei Monaten Laufzeit) vorübergehend auf 2,5% erweitert, was zuletzt während der Krise der späten achtziger Jahre geschah (Abbildung 1). Die heutige Krise könnte sogar schlimmer sein als das Debakel der LTCM 1998, da die «Bad Assets» auf viel mehr Institutionen verteilt sind. Im Hinblick auf Diversifizierung mag dies zwar positiv erscheinen, doch ist es diesmal viel schwieriger zu bestimmen, wer am meisten unter seinem Subprime-Engagement leiden wird. Solange weiterhin Probleme im Subprime-Bereich an verschiedenen Orten der Welt auftreten, wird das Vertrauen in die Finanzmärkte nicht zurückkehren.

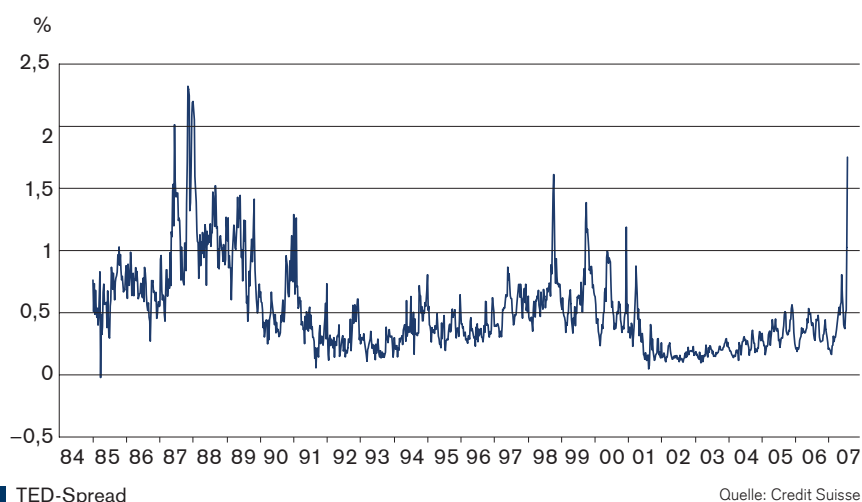
Die Zentralbanken, die mit diesem massiven Liquiditätsengpass konfrontiert wurden, ließen mehrere Milliarden ins System einfließen, und die US-Notenbank senkte ihren Leitzinssatz um 50 Basispunkte auf 5,75%. Die vergangenen Wochen haben gezeigt, dass sich ein Vertrauensverlust gegenüber der Stabilität des Systems in angespannten Zeiten negativ auf die Finanzmärkte auswirken kann. Die schnelle Reaktion der größeren Zentralbanken auf die Liquiditätskrise ließ am Markt die Vermutung aufkommen, dass weitere Zinssenkungen durch die US-Notenbank folgen werden. Es stellt sich jedoch die Frage, ob die US-Notenbank im gegenwärtigen Umfeld ihre Zinsen radikal senken sollte.

Um zu entscheiden, ob Zinssenkungen in der aktuellen Krise angebracht sind, muss zwischen zwei unterschiedlichen Aspekten unterschieden werden: Einerseits die strukturellen Probleme des Bankensystems, die auf den weit verbreiteten Vertrauensverlust zurückzuführen sind; andererseits die tatsächliche Bedrohung, die vom abgeschwächten Immobilienmarkt auf die Konsumenten, die USA sowie die Weltwirtschaft ausgeht. Dem Geldmarktproblem kann nur abgeholfen werden, wenn der Markt richtig funktioniert. Die Senkung des Leitzinssatzes durch die US-Notenbank (den Zinssatz, den die US-Notenbank für direkte Kredite belastet) hat nur begrenzte Auswirkungen, da die meisten Banken ähnliche Finanzierungsbedingungen zu aktuellen LIBOR-Sätzen erhalten können. Obwohl im September eine Senkung des Leitzinsses um 25 Basispunkte durch die US-Notenbank erwartet wird, hätten qualitative Maßnahmen, wie das Erstel-

len eines Rettungsfonds, der von der Regierung unterstützt wird, nachhaltigere Auswirkungen, um die Verschiebung der Zinsen für kurzfristige Schuldverschreibungen zu beenden.

Die Auswirkungen der Immobilienkrise auf die Konjunktur dürften jedoch größer sein und länger andauern als erwartet. Der negative Wohlstandseffekt auf den amerikanischen Konsumenten sowie sinkende Immobilienpreise und tiefere Aktienbewertungen werden sich stark auf das Konsumverhalten auswirken. Die Bedenken der US-Notenbank in Bezug auf das Wirtschaftswachstum dürften zunehmen, wenn die Immobilienkrise nicht abflaut. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass die US-Notenbank die Zinsen so stark senken wird, wie am Markt erwartet wird. Die wichtigsten Wirtschaftsindikatoren wie die Zahlen der Beschäftigungsstatistik, Befragungsdaten sowie Inflationsrisiken bleiben im grünen Bereich.

Abb. 1: TED-Spread



Historische Performancedaten sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

Das größte Hindernis einer Zinssenkung ist jedoch die Thematik des «moral hazard». Die US-Notenbank hat deutlich gemacht, dass es nicht ihre Verantwortung ist, Kreditgeber und Investoren vor den Folgen ihrer Finanzentscheidungen zu schützen. Die US-Notenbank ist bereit, die nötigen Maßnahmen durchzuführen, um die nachteiligen Auswirkungen eines Zusammenbruchs der Finanzmärkte auf die Konjunktur einzudämmen. Für die US-Notenbank dürfte es jedoch schwierig sein, dies umzusetzen, ohne den Teilnehmern, die bei der Fremdfinanzierung zu aggressiv vorgegangen sind, unter die Arme zu greifen.

Erwartete Zinssätze und Vermögensallokation

Im Finanzsystem macht sich Angst breit. Durch die Flucht in hochwertige Titel im vergangenen Monat sind die US Treasury Bills mit dreimonatiger Laufzeit so rasch gesunken wie nie zuvor und übertrafen sogar die Bewegungen, die am Zenit des Börsencrashes von 1987 stattfanden. Die Investoren reagierten auf Mitteilungen, dass Fonds im Subprime-Hypothekemarkt und in Asset-Backed Commercial Papers engagiert seien und zogen sich en masse von den Geldmärkten zurück. Die US-Notenbank und die EZB haben

eingegriffen, um der Liquiditätskrise abzuwehren, und senkten ihren Kreditzins für Geschäftsbanken. Eine Anpassung des Leitzinses wird jedoch als notwendig erachtet, um die Ordnung an den gestörten Geldmärkten wiederherzustellen. Die Investoren, denen das Ausmaß der Verluste der Kreditgeber nicht bekannt ist, sind eher darauf aus, liquide Mittel zu horten, als sie einer Gegenpartei auszuliehen, die Konkurs gehen könnte. Dieser ansteckende Effekt hat die Liquidität zu einem virtuellen Stillstand gebracht. Die US-Notenbank scheint bereit zu sein, den Kampf gegen die Inflation aufzugeben und die Zinsen im September zu senken, während die EZB verlauten ließ, dass sie mit ihrer Erhöhung um 25 Basispunkte noch warten werde. Präsident Bush hat verlautbart, dass es Pläne gibt, um den Problemen im Subprime-Hypothekemarkt abzuwehren. Obwohl Steuerensenkungen nicht erwähnt wurden, bietet die Steuerpolitik immer eine Möglichkeit, um den schlaffen Konsum in den USA zu beleben und Anreize für Risiken zu bieten. Obgleich die Anleihen im Moment, technisch gesehen, überkauft sind, erwarten wir in den folgenden Wochen mehr Volatilität und sind deshalb neutral positioniert.

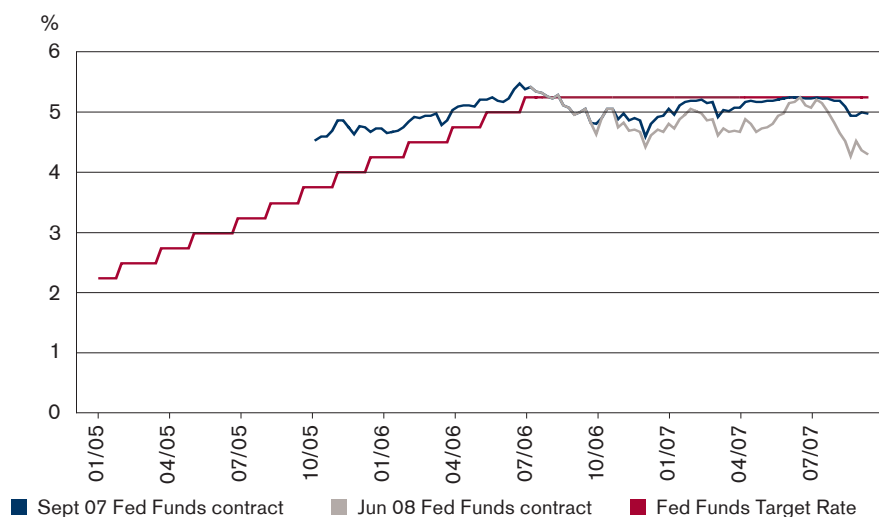
Nach dem Übergang zu einer neutralen Duration im August findet in diesem Monat keine Strategieänderung statt. Auf der Kreditseite erachten wir es noch als

zu früh, das Risiko in den Portfolios zu erhöhen. Wir ziehen es jedoch in Betracht, liquide Mittel oder Anleihen mit kurzer Laufzeit in Kredite mit Top-Qualität am kurzen Ende der Kurve zu investieren. Bei den Währungen haben sich unsere langen JPY-Positionen gut entwickelt. Wegen der Verunsicherung an den Finanzmärkten erachten wir die kürzliche Abwertung der japanischen Währung als Korrekturmaßnahme und behalten unsere lange Position bei.

Kreditmärkte

Es stellt sich jetzt die Frage, wie weit sich die Kreditspreads noch ausweiten werden. Insbesondere in den USA und in Großbritannien haben sich die Spreads in einem Ausmaß erweitert, das zuletzt 2003 vorkam. Einige Emittenten wurden durch die Marktdynamik bestraft. Die Grundlagen der Emittenten werden dabei nicht berücksichtigt. Im Gegensatz zu vergangenen Krisen sehen die makroökonomischen und mikroökonomischen Grundlagen immer noch gut aus. Die Struktur des Finanzsystems und die Art und Menge der angebotenen Finanzprodukte haben sich seit den Krisen 1997–1998 sehr stark verändert. Auf der einen Seite sollte das System robuster sein, um mit einer Kreditkrise fertig zu werden. Auf der anderen Seite erschwert die Komplexität vieler Produkte das Verständnis darüber, wie sich eine Verknappung der Liquidität in bestimmten Finanzanlagen auf das gesamte System und am Ende auf die Realwirtschaft auswirkt. Die Zentralbanken befinden sich ebenfalls in einem Dilemma, doch es scheint, dass sie bereit sind, zumindest kurzfristig auszuhelfen, indem sie liquide Mittel einfließen lassen. Da wir in den nächsten Monaten mit weiteren schlechten Nachrichten rechnen, haben wir es nicht eilig, die Risiken an der Kreditfront zu erhöhen. Wir sind jedoch geneigt, einige bestens eingestufte kurzfristige Geldmarktpapiere von nicht finanziellen Unternehmen aufzunehmen, die aufgrund des forcierten Verkaufs durch Geldmarktfonds deutlich unterbewertet sind.

Abb. 2: Fed-Funds-Zinssatz und erwartete Zinssätze



Quelle: Bloomberg (5.Sept. 2007)

Historische Performancedaten sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.



US-Häusermarkt: auf dem Weg zurück zum Vertrauen

Die Auswirkungen der Immobilienkrise auf die Konjunktur dürften größer sein und länger andauern als erwartet.

Rohstoffnotierungen dürften wieder anziehen

In den letzten Wochen litten auch die Rohstoffmärkte unter dem Trend zur allgemeinen Risikoreduktion. Die Indizes verloren etwas an Boden, konnten sich aber angesichts der Befürchtungen bezüglich der Auswirkungen der US-Hypothekenkrise auf die Realwirtschaft gut halten. Dies könnte darauf hindeuten, dass die seit mehreren Monaten andauernde Konsolidierung vor dem Ende steht.

Philipp Vorndran, Investment Strategist

Die Entspannung beim Angebot, sowohl im Energie- wie im Edelmetallbereich hatte jüngst zu einem markanten Volatilitätsrückgang der Rohstoffindizes auf ein 3,5-Jahrestief geführt. Die langsam wieder anziehenden Volatilitätswerte (Wetterüberraschungen, höhere Unsicherheiten bezüglich globaler Wirtschaftsaussichten, Inflation und Zinsentwicklung) dürften aber zu attraktiven Einstiegschancen führen, die Investoren mit einem längeren Zeithorizont konsequent nutzen sollten. Bei welchen Rohstoffen bieten sich die größten Chancen?



Einblick in die Verarbeitung von Erdöl: Raffinerie in Rotterdam

Basismetalle

Wir halten an unserer Untergewichtung bei den Basismetallen weiter fest. Der nun bereits seit Mitte Mai andauernde Abwärtstrend erscheint aber angesichts der jüngsten Industrieproduktionsdaten etwas überzogen. Die komfortable Lagersituation in Asien und ein etwas schwächeres Wachstum in China sollten aber speziell bei Kupfer, Aluminium und Nickel noch für Abgabedruck sorgen, weshalb wir erst gegen Anfang des vierten Quartals mittelfristig attraktive Einstiegsniveaus erwarten.

Energie

Momentan gewichten wir Energie innerhalb eines Rohstoffportfolios neutral. Ölerzeugnisse profitieren von einer noch immer angespannten Lagersituation, stehen aber durch die Auflösung spekulativer Positionen kurzfristig weiter unter Druck. Wir erwarten für die zweite Jahreshälfte nur einen moderaten Nachfrageanstieg, weshalb wir erst bei WTI-Preisen um 65

Dollar neue Positionen aufbauen würden. Bei Gas sehen wir momentan eine sehr ausgewogene Angebots-Nachfrage-Situation – große Preisveränderungen sind deshalb eher unwahrscheinlich.

Edelmetalle

Auch mit einer neutralen Gewichtung bei Edelmetallen dürfte man in den nächsten Wochen gut positioniert sein. In den letzten Wochen haben sich die Zinsentwicklung und die Marktturbulenzen fast neutralisiert, weshalb sich einige Investoren die Frage stellen, ob Gold seine Funktion als «Krisenmetall» verloren habe. Wir würden dies eindeutig verneinen, denn die Korrelation mit globalen Aktien ist mit 0,1 exakt auf dem langjährigen Durchschnitt (eine negative Korrelation war nur in der Phase des Platzens der Technologie-Blase zu verzeichnen). Bewegungen, wie wir sie in den letzten Wochen beobachten konnten – ein stärkerer US-Dollar und fallende Inflationserwartungen –, sind in der Regel negativ für Gold, weshalb wir die stabile Preisentwicklung als

klares Indiz dafür werten, dass die physische Nachfrage weiter sehr stark ist.

Soft Commodities

Übergewichtet sind und bleiben wir hingegen in den Soft Commodities, auch wenn kurzfristig eine gewisse Überhitzung zu spüren ist. Vor allem bei den Getreiden sehen wir noch einiges an weiterem Kurspotenzial. Der Faktor Wetter wird aber auch in Zukunft – trotz des verstärkten Einflusses der Bioenergienachfrage – ein entscheidender Preisfaktor bleiben, weshalb wir bei den nachwachsenden Rohstoffen weniger zu Einzel- als zu Gruppeninvestments raten. Unsere favorisierte Gruppe ist Soja, Weizen und Mais. Bei Zucker hingegen bleiben wir vorsichtig, denn die erhöhte Ethanol-Nachfrage hat auch zu einer deutlichen Erhöhung der Zuckerproduktion geführt. Auch bei Mais ist die Produktion in den letzten zwölf Monaten deutlich gesteigert worden, aber dennoch reicht sie nicht aus, um die gestiegene Nachfrage zu befriedigen. Dies hat dazu geführt, dass Mais als Futtermittel immer knapper wird und durch Getreide ersetzt werden muss. Die Auswirkungen auf die Weizenpreise und die damit verbundenen Konsequenzen für uns Konsumenten bei der Preisgestaltung von Fleisch- und Milcherzeugnissen haben wir ja bereits in der letzten Ausgabe ausführlich beschrieben.

Die positiven mittelfristigen Trends bei den meisten Rohstoffen sind unseres Erachtens weiter intakt, weshalb Schwächephasen in den nächsten Wochen konsequent zum Aufbau neuer Positionen genutzt werden können.

Gesunde Neubewertung von Kreditrisiken

Die Anleger haben beeindruckende 58 Mrd. USD in Hedge-Fonds investiert. Das verwaltete Vermögen stieg im zweiten Quartal auf rekordverdächtige USD 1.745 Mrd. Eine der Hauptursachen für Hedge-Fonds-Verluste ist nach wie vor die übermäßige Fremdfinanzierung. Anleger sollten diesen Aspekt genau im Auge behalten, da die wichtigsten Broker ihre Kreditlimits reduzieren.

Cédric Spahr und Reto Meneghetti, Alternative Investments Research & Portfolio Analysis

Gemäß Einzelberichten war das Umfeld für Hedge-Fonds im Sommer schwierig. Insbesondere Fonds, die an den Kreditmärkten tätig waren und solche, die Long-/Short-Strategien an den Aktienmärkten verfolgten, gerieten in Bedrängnis. Die Liquidität hat sich verringert, und die Investmentbanken haben ihre Kreditbedingungen für Hedge-Fonds verschärft, was die am stärksten fremdfinanzierten Hedge-Fonds beeinträchtigen dürfte. Wenngleich die Margennachsüsse bisher noch nicht zu Zwangsverkäufen von Anlagen geführt haben, ist das Risiko weiterer Kursverluste an den Finanzmärkten ernst zu nehmen. Hedge-Fonds, die auf eine Ausweitung der Kredit-Spreads, kürzere Laufzeiten von zweitrangigen Hypothekendarlehen und entsprechenden Verbriefungen setzten, verzeichneten hingegen eine gute Performance. Etlche Geldmarktfonds, die in forderungsbesicherten Wertpapieren investiert waren, erlitten zweistellige Verluste, während die

australische Macquarie Bank für zwei ihrer hochrentablen Fonds Verluste von rund 25% meldete.

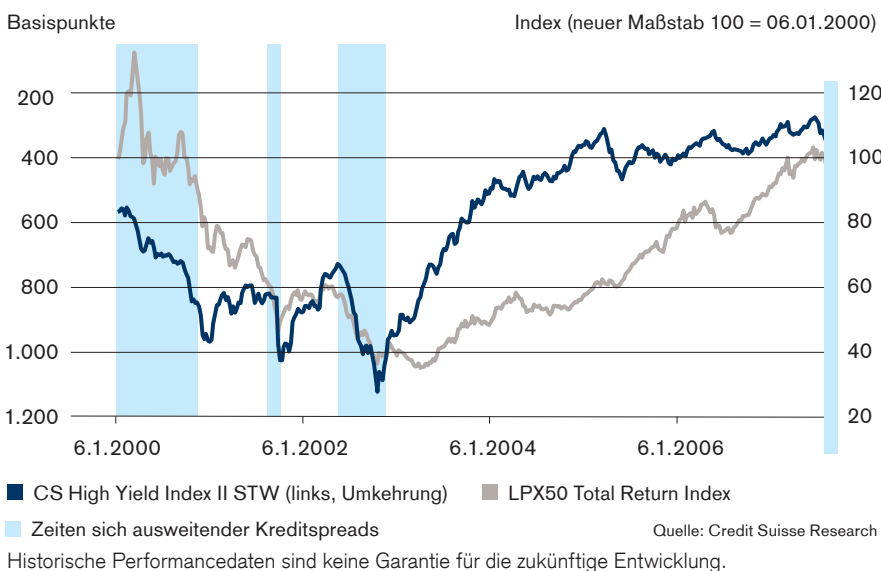
Gemäß HFR (Hedge Fund Research) haben die Anleger ihre Anlagen in Hedge-Fonds im zweiten Quartal um 58 Mrd. USD aufgestockt, wodurch das verwaltete Vermögen auf eine Rekordhöhe von 1.745 Mrd. USD stieg. Die Marktturbulenzen der jüngsten Zeit könnten diesen Trend verstärken. Die meisten Mittel flossen in Event-driven- und Fixed-Income-Arbitrage-Fonds so wie in Fonds, die in Long/Short-Equity und Not leidende Wertpapiere investieren. Das Beratungsunternehmen Carbon 360 Research geht davon aus, dass das von Hedge-Fonds verwaltete Vermögen gemäß den Hedge-Fonds-Verwaltungsdaten insgesamt knapp 3.500 Mrd. USD betragen dürfte, was in dieser Branche als sehr hoch gilt. Bei Zugrundelegung eines Leverage-Faktors vom Zwei- bis

Dreifachen des Kapitals könnte dies bedeuten, dass Hedge-Fonds 7 bis 10 Bio. USD verwalten. Dies würde einen ansehnlichen Betrag ausmachen, der jedoch durch die Aufteilung in verschiedene Anlagekategorien eine weitaus geringere Auswirkung hat.

Zahlreiche Hedge-Fonds wurden so positioniert, dass sie von der Ausweitung der Kredit-Spreads profitieren konnten. Die Ausweitung der Kredit-Spreads war jedoch nicht die alleinige Ursache des Einbruchs. Viel wahrscheinlicher ist es, dass die übermäßige Fremdfinanzierung für das Scheitern zahlreicher Hedge-Fonds verantwortlich ist: Die Fremdfinanzierung führte in steigenden Märkten zu einer Vervielfältigung der Erträge und im Anschluss daran zu einer Beschleunigung des Niedergangs. Beim Bear-Stearns-Hedge-Fonds, der die größten Einbußen hinnehmen musste, betrug der Leverage-Faktor schätzungsweise 17,5. Gemäß der Ratingagentur Fitch beläuft sich der Fremdfinanzierungsanteil von Kredit-Hedge-Fonds in aller Regel auf das Fünf- bis Sechsfache des Eigenkapitalanteils.

Die Bereinigungen am Markt für Kredit-derivate dürften noch bis 2008 andauern. Zudem sind noch weitere Hedge-Fonds aufgrund unkluger Anlagen in forderungsbesicherte Wertpapiere und dazugehörige Derivate gefährdet. Hedge-Fonds-Manager sollten diversifizierte Kreditstrategien verfolgen und sich bei der Fremdfinanzierung in Zurückhaltung üben. Das Debakel im Subprime-Segment bietet jedoch auch Gelegenheiten für Fonds, die Wertpapiere zu niedrigen Preisen kaufen und zu attraktiven Einstandspreisen in Kreditinstrumente mit starkem Preisabschlag anlegen wollen.

Abb. 1: Auf beträchtliche Ausweitungen von Kredit-Spreads folgte zumeist ein Ausverkauf an den Aktienmärkten



Transparent und effizient: Australiens Immobilienmarkt

Der Büroimmobilienmarkt Sydneys reicht flächenmäßig fast an Stuttgart, Amsterdam oder Zürich heran und weist überdurchschnittliche Perspektiven auf. Die gute konjunkturelle Situation lässt die Nachfrage steigen, während die Angebotsausweitung sehr gering ist. Claude Giger, Real Estate Strategies & Advisory

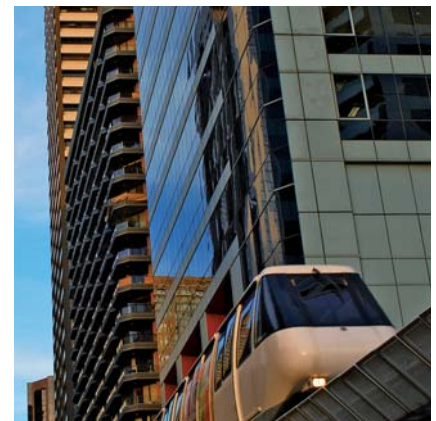
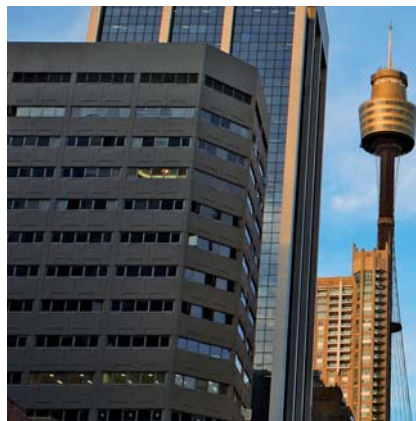
Zusammen mit den USA, Neuseeland, Kanada und Großbritannien gehört Australien zu den transparentesten und effizientesten Immobilienmärkten der Welt. Rund 70% des kommerziellen Liegenschaftsbestandes des Landes sind verbrieft, d.h. in Immobilien-Anlagegefäße eingebracht worden.

Australien ist mit 7,7 Mio. km² zwar das sechstgrößte Land der Erde, zählt aber nur 20,5 Mio. Einwohner. Die Besiedlung des Landes ist also ausgesprochen dünn. In den letzten 15 Jahren konnte die australische Volkswirtschaft im Durchschnitt um 3,5% pro Jahr wachsen. Das Pro-Kopf-Bruttoinlandprodukt beträgt USD 33.000 und erreicht damit etwa das Niveau Singapurs, Japans, Deutschlands oder Italiens.

Der bedeutendste Immobilienmarkt ist Sydney. Die Bürofläche im Central Business District (CBD) umfasst etwa 4,8 Mio. m² und liegt damit etwas unter dem Angebot der Büromärkte in Stuttgart, Amsterdam oder Zürich. Das zweite große Bürozentrum Australiens ist Melbourne mit 3,6 Mio. m² Fläche, gefolgt von Brisbane (1,8 Mio. m²) und der Hauptstadt Canberra (1,7 Mio. m²).

In Sydney stehen derzeit nur 7,5% des Büroflächenbestandes leer. Während die gute konjunkturelle Lage die Nachfrage steigen lässt, kommen nur wenige neue Flächen auf den Markt. Deshalb ist in den kommenden Jahren von einem weiteren Rückgang der Leerstände auszugehen – entsprechend wird bis 2011 ein mittlerer Mietpreisanstieg von jährlich 2% bis 3% erwartet.

Die Nettorenditen für erstklassige Liegenschaften in Sydney liegen im Bereich

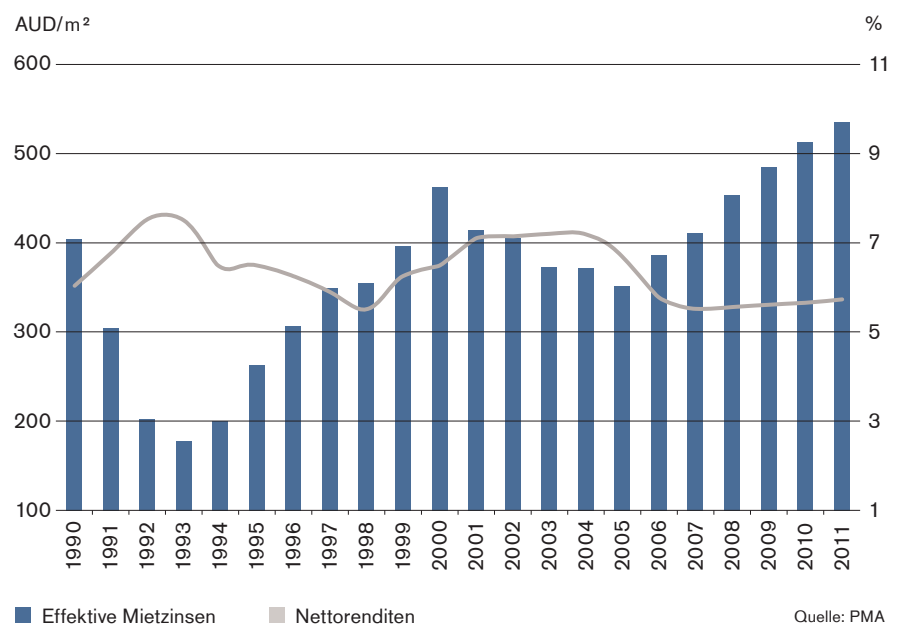


Sydney City: bedeutender Immobilienmarkt

von 5,5%. Diese attraktiven Renditen dürfen aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Yield Gap – der Unterschied zwischen Nettorenditen für Geschäftsliegenschaften und den lang-

fristigen Swap-Sätzen – inzwischen auch in Australien negativ ist. Die zehnjährigen Swap-Sätze liegen momentan bei 6,7%.

Abb. 1: Effektive Mietzinsen und Nettorenditen für Büroflächen in Sydney



Quelle: PMA

Historische Performancedaten sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

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 44 335 1111
Fax: +41 44 333 2225

CREDIT SUISSE
ASSET MANAGEMENT
investicní 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)
25 avenue Kléber
75016 Paris

France

Tel.: +33 1 70 390213
Fax: +33 1 70 390233

CREDIT SUISSE
(DEUTSCHLAND)
AKTIENGESELLSCHAFT
Junghofstraße 16
D-60311 Frankfurt am Main

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.
Via Santa Margherita, 3
20121 Milano

Italy

Tel.: +39 02 885 501
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
One Cabot Square
London E14 4QJ

United Kingdom

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

Weitere Credit Suisse
Publikationen

Global Investor



Global Investor Focus



Diese Publikationen sind über
das Internet erhältlich unter
www.credit-suisse.com/research

Kontakt

CREDIT SUISSE (DEUTSCHLAND) AKTIENGESELLSCHAFT
Junghofstraße 16, D-60311 Frankfurt am Main

Service-Line:

Telefon: +49 (0)69 75 38 1111

Telefax: +49 (0)69 75 38 1796

E-Mail: investment.fonds@credit-suisse.com

Trends ist eine Publikation von Credit Suisse, Division Asset Management, und enthält Informationen für institutionelle Investoren. Die vorliegenden Unterlagen wurden vom Asset Management Bereich der Credit Suisse auf der Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen, intern entwickelter Daten und Daten aus weiteren Quellen, die von uns als zuverlässig eingestuft wurden, erstellt. Credit Suisse hat keine Garantie für die Richtigkeit von Daten erhalten. Alle Aussagen und Meinungen stellen eine Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar und können sich jederzeit unangekündigt ändern. Die Credit Suisse übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in dieser Unterlage enthaltenen Daten und Informationen. Die in dieser Unterlage enthaltenen Daten und Informationen dienen ausschließlich dazu, zu informieren und zu illustrieren und stellen die gegenwärtige Einschätzung des Asset Management Bereichs der Credit Suisse zum Zeitpunkt der erstmaligen Veröffentlichung dieser Unterlage dar. Wenn nicht ausdrücklich anders ausgewiesen, sind alle Daten ungeprüft. Im Zusammenhang mit diesem Produkt kann die Credit Suisse einmalige und/oder laufende Zuwendungen erhalten oder leisten. Dies könnte sich auf die Wertentwicklung des Investments auswirken. Genauere Informationen zu den Vertriebs-/Vertriebsfolgeprovisionen können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden. Zudem können im Hinblick auf das Investment Interessenkonflikte bestehen. Bei diesem Dokument handelt es sich um Marketingmaterial, das ausschließlich zu Werbezwecken verbreitet wird. Es darf nicht als unabhängige Wertpapieranalyse gelesen werden.