

Aktueller Kommentar zu den Turbulenzen am Aktienmarkt von CREDIT SUISSE

Aktuelle Aussagen des Investment Comitees unter Leitung des Vorsitzenden Stefan Keitel



Stefan Keitel, Chefstrategie der CREDIT SUISSE (D) AG

Stand Freitag 17. Januar 2007

Wir können ein nochmaliges kurzfristiges Abtauchen der Aktienmärkte nicht ausschliessen (50/50 ; Downside Risk 5 - 10 %), da die technische Situation angeschlagen ist, viele Marktteilnehmer in Panik verfallen und die Risikobudgets vieler institutioneller Anleger teilweise aufgebraucht sind. Dazu haben sich einige Indikatoren über die letzten beiden Wochen (Ausnahme: der heutige Tag) nochmals verschlechtert.

=> nach unserem taktischen Analysemodell wäre aktuell eine Neutrale Quote die zu empfehlende Positionierung. Durch unsere vor Weihnachten (leider etwas zu früh) umgesetzte Rückführung der Quoten in die leichte Übergewichtung und unserer positiven Markterwartung für das 2. Quartal wollen wir aber insbesondere die eher strategischen Mandate allokationstechnisch nicht umpositionieren und bleiben in der gewählten Ausrichtung!

- Auf Sicht der kommenden Wochen/Monate sind wir eher positiv gestimmt und zwar aus folgenden Gründen:

- der grösste Anteil der negativen Faktoren (Rezessionsgefahr, Inflationsdruck, Gewinnrückgang, Milliardenabschreibungen, Ausweitung der Kreditkrise etc.) sollte sich bereits in der Diskussion befinden und wird damit bereits eingepreist
- wir erwarten weiterhin eine markante Wachstumsdelle und keine nachhaltige Rezession (positives Überraschungspotenzial)
- es besteht ein immenser Anlagebedarf
- die FED wird massiv "fluten"
- die US-Regierung wird zur Stützung des Konsums analog 2002 ein Sonderprogramm auflegen
- das Sentiment ist extrem negativ, Anleger flüchten regelrecht aus Aktien
- Markterwartung geht im Konsensus von einem schwachen 1. HJ und einem versöhnlichen 2. HJ aus. Wir nehmen Stand heute den Gegenpart ein **und erwarten eine für viele überraschende Aufwärtsbewegung im Verlaufe des 1. HJ (Wahrscheinlichkeitsszenario: 70/30).**

Seite 2.....

Seite 2

Zusatzkommentar vom 21. Januar 2007

Das am Freitag im oben aufgeführten Kommentar skizzierte Downside Risk wird am Markt gerade abgearbeitet. Da wir - Stand heute - weiterhin bei unserem Hauptszenario (keine hartnäckige Rezession verbunden mit einem entgegen dem Marktkonsensus erwarteten starken 2. Aktienquartal) bleiben und die aktuellen massiven Kursverluste eine Folge der sich im Markt befindenden Stop-/Loss-Marken und der implodierten Risikobudgets auf der institutionellen Seite darstellen bzw. sich mittlerweile echte Panik ausgebreitet hat, empfehlen wir, auf diesen Niveaus nicht prozyklisch in die scharfen Verluste hinein zu verkaufen.

In der aktuellen Situation würden wir aber für den "normalen" Anleger ebensowenig bereits zum Kauf aufrufen, da weiteres Downside ähnlichen Ausmasses nicht ausgeschlossen werden kann. Überwiegend lautet unsere Empfehlung daher: HOLD!

Der risikobereite Investor beginnt jedoch bereits jetzt mit der Aufstockung von Positionen!

Bitte lesen Sie auch das Protokoll der letzten Sitzung des Investment Committees vom 17. Januar 2007.

Wenn Sie weitere Fragen haben oder Unterlagen benötigen, sprechen Sie mich gerne an.



Ihr
Oliver Hausemann

Head of Sales IFA/Insurance
Credit Suisse (D) AG
Bereich Asset Management
Tel. 02244/915356
Mobil 0170/9240887
Email <mailto:oliver.hausemann@credit-suisse.com>

Seite 3.....

Disclaimer

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. Datenquelle der Performance- und Indexdaten sind die Lipper Schweiz AG und Standard & Poor'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. 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 ist nicht ausgeschlossen, dass 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.

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

Investment Committee Protokoll

Sitzung vom 17. Januar 2008

Mitglieder

Siegfried Cordes
Stefan Keitel (Vorsitz)
Thomas Lehr
Holger Schulz
Philipp Vorndran

Teilnehmer

Peter von Arx
Lars Fahnenbrock
Axel Grosskreutz
Clemens Kohler
Christiane Malchow
Silvia Schaak

Überblick

Aktien

- In den vergangenen Wochen hat sich das makroökonomische Umfeld weiter eingetrübt. Nach dem überraschenden Anstieg der Arbeitslosenquote in den USA sowie dem Fall des ISM-Index unter 50 ist die Angst vor einer starken Wirtschaftsabschwächung deutlich gestiegen. Die Wahrscheinlichkeit für eine ausgeprägte Rezession in den USA würden wir derzeit mit rund 1/3 beziffern. Aufgrund der globalen Vernetzung der Volkswirtschaften gehen wir auch für das Weltwirtschaftswachstum von etwas tieferen Raten aus (ca. 4,5%). Europa sollte ebenfalls eine merkliche Abkühlung im BIP-Wachstum erfahren (Euroland +1,5% / UK +1,7% / Schweiz 2,2%).
- Die große Hoffnung der Investoren lastet derzeit auf der Geldpolitik der US-Notenbank. Trotz einer unverändert hohen Inflationsentwicklung wird die FED ihre „Schleusen“ so weit öffnen, dass die Märkte mit ausreichend Liquidität versorgt sein werden und eine stimulierende Wirkung auf den Konsum entsteht.
- Nach den deutlichen Kursverlusten an den internationalen Aktienmärkten seit Jahresanfang haben die Investoren bereits eine massive Wachstumsabschwächung in den USA eingepreist. Markante Zinssenkungen der FED in Verbindung mit einem staatlichen Unterstützungsprogramm könnten den aktuell stark überverkauften Markt spätestens zum 2. Quartal wieder deutlich ansteigen lassen.

Renten

- Die anhaltenden Probleme im Finanzsektor und im US-Immobilienmarkt bewirkten einen erkennbaren Rückgang der Renditen im Staatsanleihssegment. Dabei wurde die Zinskurve sowohl in den USA als auch in Europa steiler, da der US-Markt weitere Zinssenkungen von der FED erwartet und auch Potenzial für die EZB sieht.
- Grundsätzlich werden die Erwartungen hinsichtlich eines Übergreifens der Subprime-Krise auf die reale Wirtschaft stärker und tangieren damit auch unsere zentrale Annahme begrenzter negativer Auswirkungen. Dennoch halten wir an unserer Aussage einer nur temporär spürbaren Abkühlung fest und sehen spätestens für das 2. Halbjahr 2008 durch Wachstumswiederbeschleunigung und Inflationsdruck wieder steigende Renditen am langen Ende.
- Renten sollten demnach auch in 2008 keine guten Renditen abwerfen und die Laufzeiten perspektivisch eher kürzer gewählt werden.

Rohstoffe

- Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass wir aufgrund der aktuellen Wachstumsschwäche in den Teilsegmenten Industriemetalle und Energie weitere Korrekturen sehen werden, während die eher inflationsgetriebenen Rohstoffarten Edelmetalle und Agrarrohstoffe - von technischen Rücksetzern abgesehen - weiter prosperieren sollten.

Devisen

- Durch die erwartete weitere Ausweitung der Zinsdifferenz zum Euro sollte der USD zunächst noch unter Druck bleiben. Im Verlaufe des Jahres bestehen dann jedoch gute Chancen auf einen spürbaren Rebound in Gefilde um die 1,35 – 1,40.
- Der YEN sollte kurzfristig weiter von der gestiegenen Risikoaversion profitieren.

Makro

- In den vergangenen Wochen hat sich das makroökonomische Umfeld weiter eingetrübt. Nach dem überraschenden Anstieg der Arbeitslosenquote in den USA ist die Angst vor einer starken Wirtschaftsabschwächung deutlich gestiegen. Zusätzliche Brisanz resultiert dabei aus den Erfahrungen der Vergangenheit. In den letzten 50 Jahren folgte einem Anstieg in der Arbeitslosenquote um 0,4% in Amerika stets eine Rezession. Genau dies ist jedoch nicht unser zentrales Szenario. Ausgehend von der aktuellen Datenlage erwarten wir im schlimmsten Fall eine „technische“ Rezession, d.h. ein negatives BIP-Wachstum in zwei aufeinander folgenden Quartalen. Spätestens im zweiten Halbjahr 2008 sollte sich das Wachstum dann aber wieder spürbar erholen. Die Wahrscheinlichkeit für eine ausgeprägte Rezession in den USA würden wir derzeit mit höchstens 35-40% beziffern und stellt demnach unser Nebenszenario dar. Aufgrund der globalen Vernetzung der Volkswirtschaften gehen wir auch für das Weltwirtschaftswachstum von etwas tieferen Raten aus (ca. 4,5%). Die Volkswirtschaften in den Schwellenländern, von denen einige ebenfalls bereits eher als entwickelte Volkswirtschaften bezeichnet werden können sind aufgrund der zunehmend prosperierenden Binnenmärkte und einer vergleichsweise hohen Investitionstätigkeit der Unternehmen sowie der Vernetzung untereinander deutlich weniger von den USA und Europa abhängig wie zu früheren Zeiten. Europa sollte ebenfalls eine merkliche Abkühlung im BIP-Wachstum erfahren (Euroland +1,5% / UK +1,7% / Schweiz 2,2%), was aber weniger in der Abhängigkeit von den USA begründet ist als vielmehr an den noch immer fragilen Binnenmärkten und stagnierender Investitionsbereitschaft liegt.
- Im Gegensatz zur letzten Rezession 2001 geht die Belastung der Volkswirtschaft aber nicht von der Unternehmensseite (damals waren die Unternehmen hoch verschuldet und hatten nur sehr geringe Gewinnmargen), sondern vielmehr von den privaten Haushalten aus. Aufgrund der ausgeprägten Krise am US-Immobilienmarkt erwarten wir einen Rückgang in den Wachstumsraten der Konsumentenausgaben auf etwa +1% (von +5% in den Jahren zuvor). Aufgrund der erwarteten massiven Zinssenkungen der FED, der Unterstützung von Regierungsseite sowie der generell eher robusten Konsumneigung der US-Bürger erwarten wir keinen Konsumrückgang analog der Situation in 1989, wo letztmalig die Konsumwachstumsraten negativ gewesen sind. Demgegenüber steht die komfortable Situation auf der Unternehmensseite, die den Markt vor einem Einbruch der Investitionstätigkeit bewahren sollte. Ein gesondertes Augenmerk liegt zusätzlich auf den Exporten, die - getrieben von einem sich nur leicht abschwächenden Wachstum in den Emerging Markets - sich positiv auf das Wachstum auf beiden Seiten des Atlantiks auswirken sollte. Von einer stärker als erwarteten Abkühlung der noch immer rasant wachsenden Schwellenländern geht damit auch das größte Risiko für die globale Konjunktur aus und wird daher genauestens von uns beobachtet.
- Die große Hoffnung der Investoren lastet derzeit auf der Geldpolitik der US-Notenbank. Trotz einem weiterhin hartnäckigen Inflationsszenario mit nur leicht zurückgehenden Inflationserwartungen wird die FED ihre „Schleusen“ so weit öffnen – Zinssenkungen um mehr als 100 Basispunkte sind durchaus denkbar – dass die Märkte mit ausreichend Liquidität versorgt sein werden. Demgegenüber sind der EZB hierbei mit Blick auf die Inflationentwicklung jedoch die Hände gebunden. Erst mit einer Abschwächung der Inflation auf unter 2% sehen wir Spielraum für mögliche Zinssenkungen im Euroraum, da das primäre Ziel der EZB seit jeher Geldwertstabilität lautet. Trichet wird einzig bei einer

erkennbaren nochmaligen Verschärfung der Situation am Geld- und Kreditmarkt temporär Liquidität auch durch Senkung der Leitzinsen zur Verfügung stellen.

- **Fazit:** nach den deutlichen Kursverlusten an den internationalen Aktienmärkten seit Jahresanfang (S&P500: -9,2% / DJ Stoxx600: -8,6% / Topix: -9,1%) haben die Investoren bereits eine deutliche Wachstumsabschwächung in den USA und eine Verschlechterung der Unternehmensgewinne rund um den Globus eingepreist. Kurzfristig besteht jedoch durchaus das Risiko, dass – insbesondere aufgrund der angeschlagenen Markttechnik und der schrumpfenden Risikobudgets institutioneller Investoren - bei anhaltend schlechter Nachrichtenlage neue Tiefstände getestet werden. Aufgrund der fundamental weitgehend aber noch immer eher attraktiven Bewertung der Märkte würden wir dieses Niveau dann für eine weitere Erhöhung der Aktienquote nutzen, es sei denn das Szenario für eine hartnäckigere Rezession und eine Ausweitung der Krise am Kreditmarkt wird entgegen unserer Erwartungen wahrscheinlicher. Im positiven Sinne könnten Aussagen von US-Notenbankchef Bernanke bzw. Zinssenkungen der FED den aktuell stark überverkauften Markt wieder deutlich ansteigen lassen. Zumal das so genannte Marktsentiment aktuell sehr negativ ist, was in der Historie häufig ein klares Kaufsignal war.

Wirtschaftsräume

▪ USA

Für 2008 wird die entscheidende Frage sein, ob sich die US-Wirtschaft stärker abkühlt oder nicht. Diesbezüglich sind unsere Ökonomen wie auch wir der Auffassung, dass mit einer größeren Wahrscheinlichkeit lediglich mit einer Phase langsamen Wachstums als mit einer Rezession zu rechnen ist. Das wirtschaftliche Wachstum der USA wurde in den letzten Jahren größtenteils durch hohe Konsumausgaben unterstützt, auf die mehr als zwei Drittel des amerikanischen Bruttoinlandsprodukts entfallen. Optimisten zu Folge wird der private Konsum stabil bleiben und damit das wirtschaftliche Wachstum fördern, solange sich die Beschäftigungsquote robust zeigt. Zudem bleibt auch die Bewertung mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von etwa 16 eher günstig. Problematisch dürften allerdings weiterhin die Schätzungen für das Gewinnwachstum bleiben, die mit 15% nach wie vor viel zu ambitioniert erscheinen. Offen bleibt zum jetzigen Zeitpunkt auch der Ausgang der Finanzkrise und damit verbunden die Situation der Bank- und Versicherungsaktien. Aktuell handeln diese Papiere mit einem deutlichen Abschlag zum Gesamtmarkt. Zwar haben sich in den letzten Tagen bereits erste Anzeichen der Verbesserung durch die deutlichen Abschreibungen der Vermögenswerte, dem Einstieg von Staatsfonds und die Erhöhung der Transparenz durch Offenlegung des Gesamtexposures gezeigt. Dennoch dürften im ersten Quartal noch weitere Bereinigungen erfolgen, was in diesen Werten zu nochmaligen Korrekturen führen könnte, die dann im Hinblick auf die Psychologie der Anlegerschaft generell weiteren Verkaufsdruck entstehen lassen. Wir bleiben in Anbetracht der sehr angespannten Situation speziell in den USA zunächst noch untergewichtet.

▪ Europa

Nach wie vor bleibt Europa für uns einer der attraktivsten Wirtschaftsräume. Dazu trägt auch bei, dass Europa in den letzten Jahren durch eine Reihe von Faktoren besonders im Fokus stand, deren Bedingungen aber auch heute noch Gültigkeit haben. Dazu zählen eine niedrige Bewertung und ein starkes Gewinnwachstum in Verbindung mit einem noch

immer vergleichsweise niedrigen Zinsniveau. 2008 könnte somit trotz Gegenwind für europäische Aktien ein positives Jahr werden. Die Gewinne dürften 2008 nicht so überschäumend wie in den letzten Jahren ausfallen, da auch dieser Markt mit einer sich abschwächenden Konjunktur und der Euro-Stärke kämpft. Mit einem zukünftigen Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12 und einer Gewinnrendite von etwa 4 Prozent über der von zehnjährigen Staatsanleihen, erscheint der Markt auf aktuellem Niveau jedoch weitestgehend nach unten abgesichert - es sei denn es kommt zu dramatischen Gewinnrevisionen über die nächsten Quartale, wovon wir jedoch nicht ausgehen. Lediglich die eher restriktive Geldpolitik der EZB im Vergleich zur deutlich flexibleren amerikanischen Notenbank FED könnte die relative Attraktivität von europäischen Aktien gegenüber ihren amerikanischen Pendanten schmälern. Wir gehen zwar von einer Annäherung der erwarteten Renditen in beiden Wirtschaftsräumen aus, bleiben jedoch regionenbezogen weiterhin noch Übergewichtet in Europa. Dabei stellen unser Heimatindex DAX sowie der finanz- und pharmalastige Schweizer Aktienmarkt unsere Favoriten dar. Nach der Bereinigung im Finanzsektor, der mittlerweile wieder unterstützenden Notenbank und den deutlichen Korrekturen im Immobiliensektor werden wir den Aktienmarkt UK in Bälde zumindest wieder auf „Neutral“ hochstufen.

▪ **Japan**

Auf Grund der Underperformance des japanischen Aktienmarktes im Vergleich zu den übrigen etablierten Volkswirtschaften und unserer bis zum Sommer 2007 bestehenden Übergewichtung haben wir im abgelaufenen Jahr Performanceeinbußen hinnehmen müssen. Seit der fulminanten Hausse im 2. Halbjahr 2005 hat der Nikkei Index trotz eher positivem Börsenumfeld dauerhaft an Wert verloren. Aktuell belastet besonders der Rückgang der US-Ausrüstungsinvestitionen den japanischen Aktienmarkt, obwohl ein Teil des US-Nachfragedefizits durch robuste Exporte in die EU und nach Asien aufgefangen werden kann. Während für Europa und die USA von einem einstelligen Ertragswachstum auszugehen ist, rechnen wir bei den japanischen Unternehmen mit einem Wachstum von über 10%. Gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis sind japanische Aktien mit dem 16-fachen des für 2008 erwarteten Gewinns attraktiv bewertet – vor allem im historischen Vergleich mit 25 und den restlichen asiatischen Märkten mit 20. Sollte die Mehrzahl ausländischer Investoren Japan wiederentdecken, könnte es zu einer rasanten Aufholrallye kommen. Einige ausländische Staatsfonds wie die Qatar Investment Authority oder die China Investment Corporation, die ein Anlagevolumen von 50 Mrd. USD bzw. 200 Mrd. USD verwalten, zeigen bereits Interesse. Zusätzlich haben viele japanische Unternehmen angefangen, ihre Gewinne zum Teil für Aktienrückkäufe zu verwenden, was unabhängig von anderen Einflussfaktoren unterstützend auf die Aktienkurse wirkt. Im aktuellen Umfeld wird die japanische Börse jedoch am stärksten von der Wachstumsschwäche in den USA tangiert und auch technisch ist der Markt sehr angeschlagen. Bis wir ein klareres Bild bekommen, ob sich nun eher die unterstützenden oder eher die belastenden Faktoren durchsetzen werden, bleiben wir neutral positioniert.

▪ **Emerging Markets**

Die aufstrebenden Volkswirtschaften spielen für den globalen Expansionsprozess eine zentrale Rolle. Zuletzt entfielen rund zwei Drittel des globalen Wachstums auf die Länder China, Indien und Russland. Inzwischen ist dieser Aufholprozess allerdings in eine Phase eingetreten, in der die Inflation zunehmend zum Problem wird. So wurden zuletzt die Zinsen in China, Russland und Südafrika auf Grund der Inflationsgefahren erhöht. Bislang ist jedoch trotz der Zinserhöhungen keinerlei Wachstumsverlangsamung in diesen Ländern festzustellen. Auch scheint der Einfluss der Finanzkrise für die Emerging Markets bislang begrenzt zu sein.

Die **asiatischen Märkte** dürften daher weiterhin vor allem vom kräftigen Wirtschaftswachstum in China und Indien unterstützt werden. In 2008 gehen wir für **Lateinamerika** von einem Wirtschaftswachstum von circa 4% aus. Dies ist etwa ein halbes Prozent schwächer als in 2007. Da in Brasilien und Mexiko auf Grund des Anstiegs der Nahrungsmittelpreise noch immer Inflationsdruck besteht, dürften die Zentralbanken sich zunächst weiter neutral verhalten. Brasilien bleibt vor allem wegen seines Rohstoffreichtums interessant. Russland als Indexschergewicht in dem von Morgan Stanley berechneten Benchmarkindex für **Osteuropa** steht 2008 ein Wahljahr bevor. In den letzten Wochen konnte der Aktienmarkt von der sich abzeichnenden Nachfolgeregelung für Präsident Putin und der damit schwindenden politischen Unsicherheit profitieren. Unsere Zuversicht bezüglich Russland beruht auf einer langfristig positiven Einschätzung für den Ölpreis, positiven Kapitalströmen in Verbindung mit dem Leistungsbilanzüberschuss und einem weiter anhaltenden positiven Gewinnmomentum der russischen Unternehmen. Nachdem wir die asiatischen Märkte taktisch auf neutral zurückgestuft und zuletzt vermehrt Gewinne mitgenommen haben, wollen wir Lateinamerika und vor allem Russland nicht beschneiden, in Schwächephasen sogar eher zukaufen.

Markttechnik

- Das technische Bild fließt inzwischen eindeutig als negativer Faktor in unsere mehrdimensionale Analyse ein. Im Grunde können wir mit unserem heutigen Kommentar zur Markttechnik nahtlos an unsere letzte ausführliche Besprechung der technischen Lage (Protokoll zur Sitzung am 22. November) ansetzen.
- Zur Erinnerung: Bereits damals deuteten sowohl die Chartbilder als auch die Indikatorenlage an, dass ein weiteres Abrutschen der Indizes unter die schon im vergangenen August markierten Tiefststände ein mögliches Szenario werden könnte. An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass der Inputfaktor „Technik“ – wie alle anderen Faktoren – eben nur zu einem Fünftel zur Entscheidungsfindung beiträgt und natürlich durch ein günstiges Bild innerhalb der anderen Faktoren (Makro, Fundamental, Quant und Sentiment) durchaus „überstimmt“ werden kann.
- Zurück zur Technik: Zusammengefasst sprach schon im November die Kombination aus den bereits seit Ende 2006 zu beobachtenden negativen Divergenzen der Charts zum RSI (weekly), dem Bruch der mittelfristigen Aufwärtstrends in vielen Indizes sowie dem damit einhergehende Verkaufssignal im MACD auf Monatsbasis (zum ersten Mal übrigens seit dem Jahr 2000) für eine bevorstehende Abwärtsbewegung. Lediglich die Unterstützungen im Bereich der August-Tiefs waren damals noch intakt. Diese Unterstützungen hielten dann im Anschluss zunächst, was das Bild im Dezember – also zum Zeitpunkt unserer Entscheidung, Aktien leicht überzugewichten – durchaus positiver aussehen ließ.

Abb 1: Stoxx600 (weekly) am 22.11.

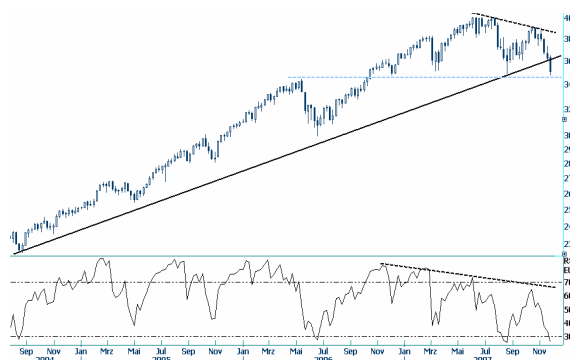
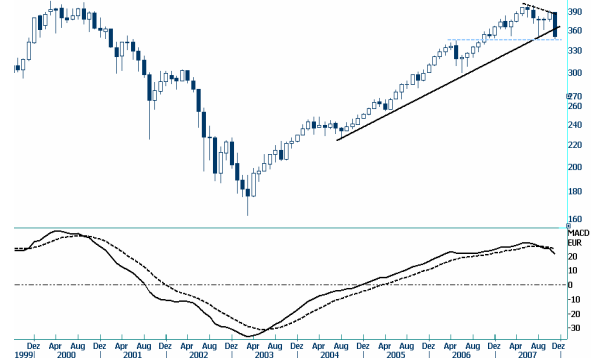
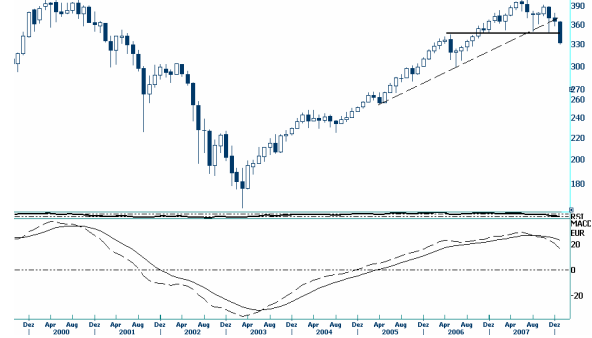
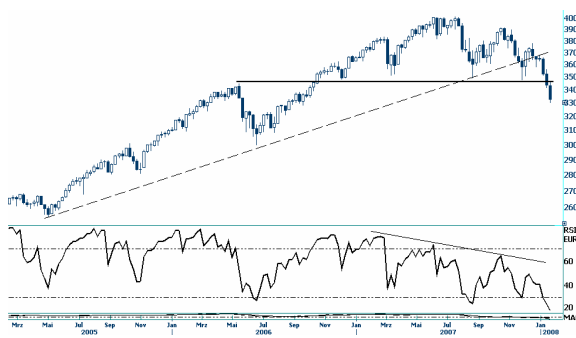


Abb 2: Stoxx600 (monthly) am 22.11.

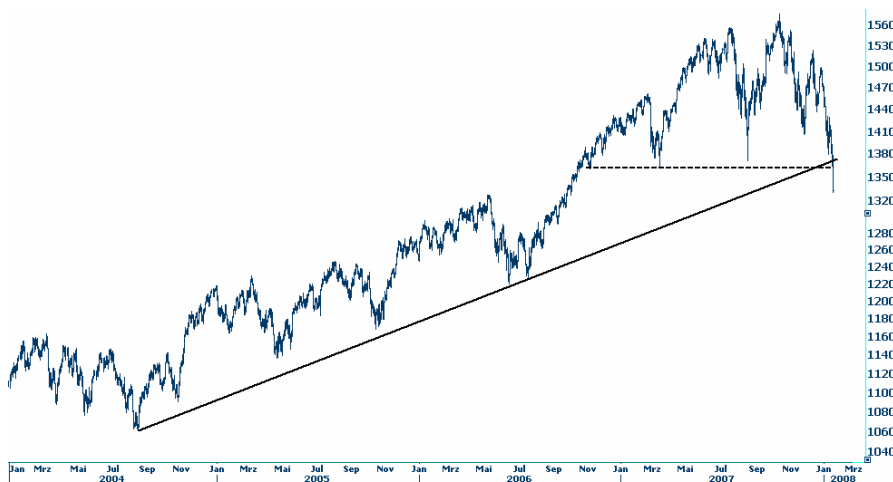


- Zum Vergleich die Lage, wie sie sich im Stoxx 600 heute darstellt.



- Es ist deutlich erkennbar, dass sich das Bild seit Jahresbeginn – und hier insbesondere in den vergangenen 5 Handelstagen – weiter deutlich eingetrübt hat. Die angesprochene Unterstützung wurde gebrochen. Dies gilt nicht nur für den Stoxx 600 sondern seit gestern auch für den S&P 500. Hier kommt erschwerend hinzu, dass die sich mit dem seit 2004 gültigen Aufwärtstrend schneidende Unterstützung genau zu diesem Zeitpunkt eine wichtige Kreuzunterstützung bildete (siehe Abbildung 5). Fast erübrigt sich in dem Zusammenhang der Hinweis, dass sich das Indikatorenbild beim S&P 500 (Verkaufssignal beim MACD auf Monatsbasis und negative Divergenzen beim RSI auf Wochenbasis schon seit dem vierten Quartal 2006) mit dem des Stoxx 600 deckt.

Abb 5: S&P 500



- Noch schlechter stellt sich das Bild beim Nikkei225 dar. Der japanische Aktienmarkt ist im Vergleich zu nahezu allen anderen Märkten bereits seit vielen Monaten ein Underperformer. Es wäre eine große Überraschung, wenn sich das gerade in dieser Phase ändern würde. Dennoch gehen wir davon aus, dass der grösste Teil der massiven Underperformance Japans „abgearbeitet“ sein dürfte.
- Unter den gegebenen Umständen ist eine Fortsetzung der Abwärtsbewegung sehr wahrscheinlich. Es kann aus technischer Sicht zudem nicht einmal ausgeschlossen werden, dass die kurzfristigen Verluste selbst vom jetzigen Niveau noch einmal „spürbar“ stark ausfallen dürften (Downside Risk bis zu 10%). Aus mittelfristiger Sicht wäre dies sogar wünschenswert, da das Kaufsignal dann umso eindeutiger ausfallen würde.

Anleihen

- Die anhaltenden Probleme im Finanzsektor und im US-Immobilienmarkt bewirkten einen deutlichen Rückgang der Renditen im Staatsanleihensegment. Dabei wurde die Zinskurve sowohl in den USA als auch in Europa steiler, da der US-Markt weitere Zinssenkungen von der FED erwartet. Die Befürchtungen gelten einem Abgleiten der US-Wirtschaft in die Rezession, was nicht zuletzt durch die Liquiditätsunterstützung seitens der FED verhindert werden sollte.
- Grundsätzlich werden allerdings die Erwartungen hinsichtlich eines Übergreifens der Subprime-Krise auf die reale Wirtschaft stärker und tangieren damit auch unsere zentrale Annahme eher begrenzter negativer Auswirkungen. Dennoch halten wir an unserer Aussage einer nur temporär spürbaren Abkühlung bislang fest.
- Die Nachrichtenlage aus dem Finanzsegment war indes nicht erfreulich und wurde auch vom Markt nicht mit einer Belebung der Liquidität - die aufgrund des Jahreswechsels saisonal sowieso eingeschränkt war - honoriert. Im Primärmarkt kam es zu einzelnen vorsichtigen Emissionen, deren Volumen allerdings weit unter dem eines sonst üblichen Jahresanfangsniveaus zurückblieb. Daher rechnet der Markt mit einer extrem gefüllten Pipeline, die für entsprechende weitere Zugeständnisse bei potentiellen Emittenten sorgen müsste.
- Wenig überraschend waren auch in Europa die inflatorischen Daten nicht ermutigend, da neue Preisanstiege bei Energie und Nahrungsmitteln zu verzeichnen waren. Aber auch die sich abzeichnende Tarifrunde schürt die Erwartung auf eine ansteigende Inflation. Die sehr niedrige Risikobereitschaft schlug sich im anhaltend illiquiden Segment nichtstaatlicher Anleihen nieder, die praktisch nicht veräußerbar waren.
- Wir sehen daher die jüngst erfolgte Aufstockung der Duration auf dem attraktiveren Zinsniveau als gerechtfertigt an - und sehen uns vor dem Hintergrund der aktuellen Marktbewegung (Renditeabfall um ca. 40 Basispunkte) bestätigt. Wir interpretieren dies auch als Hedge gegenüber den noch gegebenen Risiken im Kreditmarkt und der dort herrschenden Illiquidität und als gewisse Sicherung gegen mögliche Schwächezeichen der Wirtschaft. Für den weiteren Jahresverlauf werden wir diese Entwicklung weiter verfolgen und entsprechend reagieren. Ein Zurückgehen auf eine deutliche

Untergewichtung bedingt ein klares Zeichen der Erholung bzw. Normalisierung am Kreditmarkt und Maßnahmen zur Stabilisierung der Wirtschaft insbesondere in den USA.

- Bei den Teilanlageklassen werden wir auf neue Positionierungen in Kürze zurückkommen und dann entsprechend informieren. Aktuell bleiben wir eher vorsichtig positioniert.

Devisen

- Der USD hat im abgelaufenen Jahr wieder deutlich mehr als 10% im Wert gegenüber dem Euro eingebüsst. Durch die erwartete weitere Ausweitung der Zinsdifferenz zum Euro sollte der USD zunächst auch weiterhin noch unter Druck bleiben, so dass wir einen Bruch der Marke von 1,50 als nicht unwahrscheinlich erachten. Wir bleiben demnach bis auf weiteres voll abgesichert.
- Die Wachstumsdelle in den USA hat jedoch durch die deutlich rückläufigen Importe bei gleichzeitig markant gestiegenen Exporten zu einer spürbaren Budgetverbesserung geführt. Lediglich die hartnäckig hohen Energiepreise haben den USA als größtem Öl-Importeur zu schaffen gemacht und diese Entwicklung etwas abgeschwächt.
- Durch eine moderate Wiederbeschleunigung des US-Wachstums im 2. Halbjahr 2008, eine Beendigung des Zinssenkungszyklus spätestens zum Frühsommer, ebenfalls aufkeimende Abkühlungstendenzen in Europa sowie eine weitere Verbesserung des Budgetdefizits in Verbindung mit einem sukzessiven Drehen der Kapitalströme zurück in den Dollarraum sollten den USD zumindest gegenüber dem Euro festigen. Im Verlaufe des Jahres bestehen demnach gute Chancen auf einen spürbaren Rebound in Gefilde um die 1,35 – 1,40.
- Der YEN sollte kurzfristig weiter von der gestiegenen Risikoaversion profitieren. Die begrenzten Möglichkeiten der Bank of Japan in einen nachhaltigen Zinserhöhungszyklus zurückzukehren sowie die Berücksichtigung der aktuell vorherrschenden Rezessionsgefahren lassen uns noch nicht von einer echten Trendwende sprechen. Wir werden die Lage weiter beobachten und bleiben zunächst noch mindestens zur Hälfte abgesichert.

Rohstoffe

- Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass wir aufgrund der aktuellen Wachstumsschwäche in den Teilssegmenten Industriemetalle und Energie weitere Korrekturen sehen werden, während die eher inflationsgetriebenen Rohstoffarten Edelmetalle und Agrarrohstoffe - von technischen Rücksetzern abgesehen - weiter prosperieren sollten.
- Insbesondere im Bereich der Industriemetalle hat es über die letzten Wochen erkennbare Korrekturen gegeben, was die These bestätigt, dass die Korrelation zwischen Wachstumsdynamik und Industriemetallen besonders hoch ausgeprägt ist. Da wir davon

ausgehen, dass die Emerging Markets 2008 nur leicht tiefere Wachstumsraten ausweisen werden und auch das Wachstum in den USA sich im Verlaufe des 2. Halbjahrs wieder moderat beschleunigen sollte, empfehlen wir perspektivisch Zukäufe in diesem Segment.

- Öl korreliert etwas weniger mit den vorliegenden Wachstumsraten, erfährt aber häufig Aufschläge durch die so genannten Spekulations- und Risikoprämien. Da diese gerade abgebaut werden und die aktuelle Wachstumsschwäche auch die Energierohstoffe tangiert, gehen wir davon aus, dass die aktuelle Konsolidierung noch nicht ganz abgeschlossen ist. Wir hatten vor einigen Wochen die Investitionsquoten in diesem Teilsegment halbiert und planen spätestens im Verlaufe des 2. Quartals wieder Zukäufe. Wir gehen fest davon aus, dass das Energierohstoffthema ein strukturelles und weniger ein zyklisches Thema ist, weshalb wir die strategischen Grundquoten perspektivisch eher erhöhen werden.
- Weiterhin außerordentlich positiv bleiben wir für die Edelmetalle. Neben den immer wieder aufgeführten Themen wie der sinkenden Minenproduktion bei steigenden Produktionskosten, konstant zunehmender physischer Nachfrage und Nachfrage nach unterlegten Finanzprodukten sowie den Diversifikationsbestrebungen vieler Volkswirtschaften im Hinblick auf ihre Währungsreserven ist es gerade die aktuelle Situation am Kapitalmarkt in Verbindung mit starken Liquiditätsspritzen und sinkenden Geldmarktzinsen, die uns von einem Andauern der Rallye überzeugen. Dabei sind wir auf Silber mindestens so positiv wie auf Gold.
- Agrarrohstoffe, die eine beträchtliche Wertentwicklung über die letzten Monate ausgewiesen haben, sollten mittel- bis langfristig ebenfalls deutliche Preissteigerungsraten aufweisen. Neben der demographischen Entwicklung in den Schwellenländern sind es vor allem die Änderung der Lebensgewohnheiten bei gleichzeitiger Verknappung der Anbauflächen und Zunahme der Naturkatastrophen, die uns von der künftigen Stärke dieses Segments überzeugen.

Wichtige Hinweise

Diese Unterlagen dienen ausschließlich zu Ihrer Information und stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Kauf oder Verkauf von bestimmten Produkten dar. Wir empfehlen Ihnen ausdrücklich, vor jeder Anlageentscheidung Ihren Anlageberater, gegebenenfalls auch Ihren Steuer- oder Rechtsberater zu konsultieren. Die Gültigkeit der Informationen, Meinungen und Empfehlungen ist auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser Unterlagen beschränkt und kann je nach Marktentwicklung oder aufgrund sonstiger Ereignisse kurzfristig gegenstandslos werden. Bitte beachten Sie zudem, dass historische Daten und darauf basierende Prognosen keine Garantie für eine zukünftige Entwicklung sind.