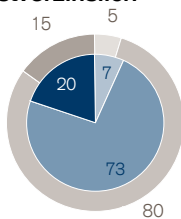


Mandates Monthly Temporäre Wachstumsschwäche eröffnet Chancen

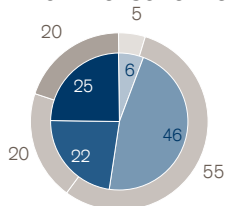
Asset Management

Aktuelle ggü. neutraler Allokation*

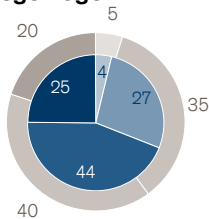
Festverzinslich



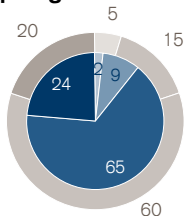
Einkommensorientiert



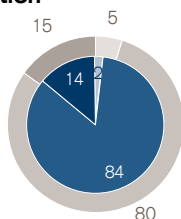
Ausgewogen



Kapitalgewinnorientiert



Aktien



Überblick

- Asset Allocation:** Wir bekräftigen unser moderates Aktien-Übergewicht. Weitere Risikoaufstockung bei Aktien/Rohstoffen im Rahmen eines konstruktiven Gesamtausblicks möglich.
- Anleihen:** Die Renditen dürften sich mittelfristig von ihren Tiefs erholen. Wir bevorzugen nach wie vor Unternehmensgegenüber Staatsanleihen sowie eine kürzere Duration.
- Aktien:** Der Ausblick bleibt trotz aller bestehenden Risikofelder konstruktiv. Weitere Schwächephasen würden wir daher tendenziell zum Ausbau des Übergewichts nutzen.
- Alternative Anlagen:** Wir bekräftigen unser Übergewicht bei Hedge Funds, die wir weiterhin als attraktiv erachten.
- Rohstoffe und Gold:** Gold trotz stärkerem US-Dollar noch gut gestützt. Marktrücksetzer könnten neue Kaufgelegenheiten bei Rohstoffen eröffnen.
- Währungen:** Hedging der EUR-Positionen in USD-Mandaten aufgrund anhaltender struktureller US-Dollar-Schwäche. Aufwertungspotenzial des CHF begrenzt. Wir halten an unserer positiven Einschätzung des GBP fest.
- Emerging Markets:** Wachstumsabschwächung in den Schwellenländern bereits mehr als eingepreist. Wir behalten unser Übergewicht bei EM-Aktien und -Anleihen.

	Liquidität	
	Anleihen	
	Aktien	
	Alternative Anlagen	

* Dies ist ein Beispiel für eine Kapitalallokation, die sich mit der Zeit ändern kann.

Vorwort



Der Monat Mai zeigte sich nach einem recht robusten Jahresstart gemäss dem saisonalen Muster schwankungsintensiv. Treiber waren insbesondere das Wiederaufflammen der Diskussion um die Stabilität der Eurozone, die Besorgnis vor einer harten Landung in China sowie die Abschwächungstendenzen des Weltwirtschaftswachstums, vor allem in den USA. Dies führte zu einer deutlichen Abkühlung des Sentiments.

Wir gehen davon aus, dass diese Rücksetzer eher temporärer Natur sein sollten. Derzeit meinen wir, dass die Europäische Zentralbank und die verantwortlichen Regierungen alles tun werden, um die Schuldenkrise unter Kontrolle zu halten. Auch denken wir, dass China entgegen der landläufigen Meinung aufgrund der proaktiven Notenbankpolitik gut aufgestellt ist und somit Wachstumsunterstützung und Inflationsdruck gut ausbalancieren sollte. Darüber hinaus dürfte die globale Wachstumsabschwächung nur vorübergehend sein.

Dieses grundsätzlich konstruktive konjunkturelle und fundamentale Umfeld sowie der Mangel an Investmentalternativen lässt uns an unserer Strategie festhalten, Rückschläge als Kaufgelegenheiten einzustufen. Wir halten somit an unserem aktuellen moderaten Aktienübergewicht fest, machen jedoch regionale Unterschiede. Gegenüber Emerging Markets sind wir seit einigen Wochen wieder positiver gestimmt, fahren hier jedoch eine selektive Strategie. Zudem halten wir am Übergewicht im Euroland aufgrund der Bewertung und der zyklischen Ausrichtung fest. Eine Wiederaufstockung Japans ist für uns nur eine Frage der Zeit, wobei vor allem die weitere Entwicklung des Yens eine entscheidende Rolle spielt.

Der Yen befindet sich in der erwarteten Seitwärtskonsolidierung, bevor aufgrund der Zinsdifferenzen Abschwächungstendenzen sichtbar werden sollten. Beim britischen Pfund bleiben wir aufgrund unseres Gesamt szenarios sowie der aktuellen Bewertung bei unserer bisher insbesondere gegenüber dem Schweizer Franken noch nicht bewährten Positionierung. Es ist sicher zu früh, einen markanten Dreh des Schweizer Francs zu erwarten. Die eidgenössische Währung ist zwar mittlerweile sehr teuer, hat jedoch den Nimbus des sicheren Hafens und wird durch die Wirtschaftsstärke der Schweiz unterfüttert. Der Euro sollte sich gegenüber dem US-Dollar aufgrund gegenläufiger Einflussfaktoren eher seitwärts bewegen.

Die "Ersatzwährung" Gold bleibt aufgrund der aktuellen Ungleichgewichtsdebatten, der tiefen bis negativen Realzinsen sowie des Investorenverhaltens gut abgestützt, sodass wir bei unserem moderaten Übergewicht bleiben. Auch für Rohstoffe sehen wir nach der markanten Korrektur analog zum Aktienbild eher Kaufgelegenheiten und würden nochmalige Rückschläge zum weiteren Aufstocken nutzen. Reale Anlageklassen sind demzufolge im Vergleich zu nominalen Anlagen unserer Meinung nach weiterhin attraktiver.

Somit halten wir auch die Gewichtung bei Staatsanleihen gering und die Duration weiterhin kurz. Strategisch gesehen sind wir negativ eingestellt, da weder der Wachstums- noch der Inflationssockel in den Anleihenrenditen eingepreist ist. Die aktuelle Stärkephase sollte daher zur Reduktion von Positionen genutzt werden, um Zinsänderungsrisiken tief zu halten. Beimischungen aus dem Bereich der Schwellenländer und Hochzinsanleihen erscheinen uns trotz verminderter Attraktivität weiterhin sinnvoll.

Stefan Keitel, Global Chief Investment Officer
für Private Banking und Asset Management

In dieser Ausgabe

Wirtschaftsausblick

Wachstumsabkühlung nur temporärer Natur ► Seite 3

Anleihen

Renditen dürften sich mittelfristig von ihren Tiefs erholen ► Seite 4

Aktien

Rücksetzer sorgt für attraktivere Bewertung ► Seite 5

Alternative Anlagen

Makro-Geschehen nun wieder relevant für Rohstoffe ► Seite 6

Währungen

Stärke des CHF wird letztendlich nachgeben ► Seite 7

Emerging Markets

Wachstumsabschwächung zeichnet sich ab ► Seite 8

Wirtschaftsausblick

Wachstumsabkühlung nur temporärer Natur

Überblick

- Erwartete Konjunkturabkühlung manifestiert sich auch in realwirtschaftlichen Daten.
- Breit aufgestellter Wirtschaftsaufschwung dürfte sich im Herbst aber wieder deutlich beschleunigen.
- Geldpolitik bleibt weiter expansiv.

Wirtschaftsausblick

Deutlich nachgebende Konjunkturindikatoren haben im vergangenen Monat für eine gewisse Marktunsicherheit gesorgt. Verstärkt wurde diese durch einen zunächst noch hohen Ölpreis, kräftig zulegende Inflationsdaten und eine sich intensivierende Schuldendebatte. Mit einem signifikant gefallenem Ölpreis dürften sich zumindest diese zusätzlichen Risiken für die Weltwirtschaft wieder etwas abgeschwächt haben, wengleich uns die Verschuldungsdiskussion noch deutlich länger in Anspruch nehmen sollte.

Wir bekräftigen gleichwohl unseren konstruktiven Konjunkturausblick, der von einer temporären Wachstumsabschwächung ausgeht, die im Verlauf des zweiten Halbjahres 2011 von einer konjunkturellen Wiederbeschleunigung abgelöst werden dürfte. Rund zwei Jahre nach dem Rezessionstief (siehe Abbildung 1) ist dies ein historisch durchaus bekanntes Muster, das mehrheitlich dem Lagerzyklus geschuldet ist. Nach dem wachstumstrübenden Abbau der Lagerbestände in den nächsten Wochen dürfte die Nachfragedynamik wieder stärker in den Vordergrund rücken. Sowohl in den USA als auch in weiten Teilen Europas (z.B. in Deutschland oder auch in der Schweiz) sind Investitionen eine starke Wachstumsstütze. Die Dynamik der Binnenwirtschaft hat mittlerweile auch den Arbeitsmarkt stärker erfasst, so dass der Privatkonsum den Konjunkturfortschritt ebenfalls stützen kann. Darüber hinaus dürften auch die Schwellenländer ihre Funktion als Rückgrat der Weltwirtschaft festigen können (siehe Emerging Markets auf Seite 8). Selbst in der aktuellen Phase der leichten konjunkturellen Eintrübung, die auch die Schwellenländer erfasst hat, verzeichnen die Nettoexporte der Industrieländer in diesen Regionen neue Höchstwerte.

Geldpolitik bleibt expansiv

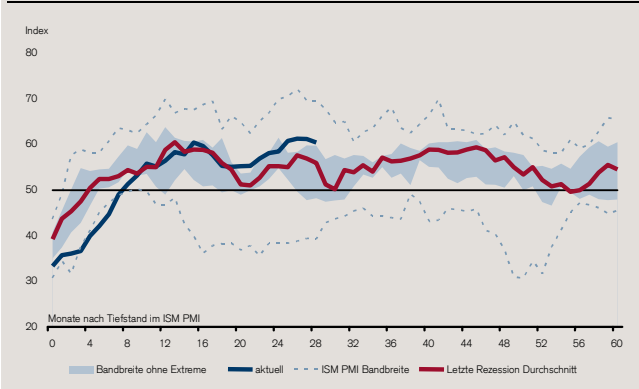
Die Geldpolitik sollte weiterhin unterstützend agieren. Erstens dürften die Notenbanken angesichts der Schwere der gerade überstandenen Wirtschafts- und Finanzkrise weiterhin nur äußerst zögerlich auf die Konjunkturnormalisierung reagieren. Für die USA oder die Schweiz bedeutet dies, dass bis auf Weiteres mit keinen Zinserhöhungen zu rechnen ist. In der Eurozone ist ebenfalls erst im Sommer ein weiterer Mini-Schritt zu erwarten. Zweitens befinden sich selbst im Fall einer Zinserhöhung die Nominal- und insbesondere die Realzinsen auf historischen Tiefständen. Drittens entfaltet die Geldpolitik – gemes-

sen an den effektiven Wachstumszahlen der Kreditvergabe – ihre expansive Wirkung erst jetzt in vollen Zügen. Auch das bevorstehende Ende der unkonventionellen Massnahmen der amerikanischen Notenbank Federal Reserve (Fed) dürfte keinen nachhaltigen Liquiditätsentzug bewirken. Zum einen wird die Fed sowohl die Coupons als auch auslaufende Anleihen reinvestieren. Zum anderen ist mittlerweile dank des tiefen US-Dollars, der neuen Liquiditätsvorschriften (Solvency II) und der ersten Konzepte zur Schuldensenkung das Investoreninteresse für US-Anleihen wieder gestiegen.

Anja Hochberg

Abbildung 1

Einkaufsmanagerindex trotz Rückgang auf expansivem bzw. historisch hohem Niveau



Letzter Datenpunkt: 15.4.2011

Quelle: Datastream, Credit Suisse / IDC

Historische Renditeangaben und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für laufende oder zukünftige Ergebnisse.

Wenngleich sich das Wachstum wegen der jüngsten Erschütterungen der Weltwirtschaft abschwächen könnte, bleibt der zugrunde liegende Trend positiv. Ein langsamer Zinszyklus in den bedeutenden Volkswirtschaften sollte ein wachstumsfreundliches Umfeld auf absehbare Zeit erhalten.

Anleihen

Renditen dürften sich mittelfristig von ihren Tiefs erholen

Überblick

- Die Kernanleihenmärkte entwickelten sich gut. Die Finanzierungskosten in der Peripherie erreichten aufgrund von Umschuldungsbefürchtungen neue Höhen.
- Renditen von Staatsanleihen dürften ihre Talsohle im Zuge des Wirtschaftsmomentums erreicht haben. Unternehmensanleihen dürften Renditepotenzial haben, wenngleich das Potenzial für die Verengung der Spreads geringer ist.
- Wir bevorzugen nach wie vor Unternehmensanleihen, inflationsgebundene Staatsanleihen und Schwellenländeranleihen. Wir bleiben bei einer insgesamt kurzen Duration.

Markt-Update und Ausblick

Die Abschwächung des Wachstums, eine erhöhte Risikoabneigung und niedrigere Rohstoffpreise drückten die Renditen der Kernvolkswirtschaften wieder auf die Tiefstände vom März. Gleichzeitig stiegen die Finanzierungskosten in Griechenland aufgrund der Angst vor einer Umschuldung auf neue Höchststände. Die Europäische Zentralbank (EZB) stellt sich nach wie vor gegen dieses Szenario und scheint die EU-Politiker überzeugt zu haben, dass dies für Griechenland und Europa keine gute Lösung darstellt. Wir meinen daher nach wie vor, dass die EU alles tun wird, um die Solvenzprobleme zu lösen. In der Zwischenzeit sind die kurzfristigen Sätze der EU gesunken, da sie die Zinserhöhungen der EZB nicht berücksichtigten. Wir halten die aktuellen Sätze angesichts der Entschlossenheit der EZB, die Inflation unter Kontrolle zu halten, für angemessen. Im Übrigen zeigten die Kernvolkswirtschaften weiterhin eine gute Wirtschaftsleistung. Damit besteht Spielraum für weitere Zinserhöhungen im Sommer.

Auf globaler Ebene geht unser makroökonomisches Basiszenario von einem allmählichen Anstieg der realen Renditen im Einklang mit nachhaltigem globalem Wachstum aus. Wenngleich wir uns dem Ende der quantitativen Lockerung in den USA nähern, wird die amerikanische Notenbank Federal Reserve (Fed) die Zinsen kurzfristig wahrscheinlich nicht anheben, um eine weitere Wirtschaftserholung zu ermöglichen. Die niedrigeren Energiepreise, die zur Inflationsberuhigung beigetragen haben, dürften sich positiv auf die Wirtschaftsaktivität und die realen Renditen auswirken. Der restriktive Trend in den Schwellenländern sollte in einem wachstumsfreundlichen Rhythmus anhalten. Eine relativ lockere globale Geldpolitik dürfte die Kreditnachfrage weiter stützen. Die Dynamik der Staatshaushalte und die Geldpolitik sollten weiterhin die bedeutendsten Risikofaktoren für die Renditekurve sein.

Fixed-Income-Strategie

Wir lassen unsere Anleihenallokation unverändert und bevorzugen weiterhin Unternehmensanleihen und Schwellenländer (EM-Bonds). Das Umfeld relativ niedriger Renditen und

unsere Annahme, dass die Leitzinsen nur in einem wachstumsfreundlichen Tempo angehoben werden, sprechen für eine positive Einstellung gegenüber hochverzinslichen Papieren, deren Nachfrage robust ist. Wir bleiben bei unserer Vorliebe für eine insgesamt kurze Duration, was sich vor allem in unserem Übergewicht in Unternehmensanleihen und in den von uns bevorzugten Asset Backed Securities (ABS) widerspiegelt. Generell behalten wir kürzer laufende nominale Staatsanleihen bei. Unsere Duration ist jedoch nicht ganz so kurz, wenn man unser Übergewicht bei längerlaufenden inflationsgeschützten Anleihen mit in die Betrachtung einbezieht. Diese haben trotz des jüngsten Falls bei der Inflationserwartung eine deutliche Überrendite gegenüber nominalen Staatspapieren erzielt, was sich seit Jahresanfang positiv ausgewirkt hat.

Luca Bindelli

Abbildung 2

Niedrigere nominale Renditen aufgrund von Wachstumsabschwächung und niedrigeren Inflationserwartungen



Letzter Datenpunkt: 25.5.2011

Quelle: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

Historische Renditeangaben und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für laufende oder zukünftige Ergebnisse.

Aufgrund nachlassender Wachstumsdynamik blieben die realen Sätze im unteren Bereich, während eine Korrektur der Rohstoffpreise, insbesondere für Energie, die Erwartungen im Hinblick auf Inflation und Leitzinsen gedämpft hat. Da das Wachstum jedoch wahrscheinlich wieder an Schwung gewinnen wird und die Rohstoffpreise sich stabilisieren werden, dürften sich die realen Renditen wieder erholen.

Aktien

Rücksetzer sorgt für attraktivere Bewertung

Überblick

- Dämpfer am Aktienmarkt sorgt für attraktivere Bewertung.
- Fundamentaltrend bleibt trotz aller bestehenden Risikofelder positiv.
- Japan und Emerging Markets gegenüber der Schweiz bevorzugt.

Markt-Update und Ausblick

Der Mythos "sell in May and go away" scheint sich dieses Jahr – zumindest temporär – zu bewahrheiten. Die Aktienmärkte kamen im Sog der wiederaufkeimenden Schuldenkrise in der Eurozone sowie der sich verdichtenden Indizien einer globalen konjunkturellen Abkühlung unter Druck.

Nachdem viele Aktienindizes im April neue Höchststände erreichten, löste insbesondere die brodelnde Gerüchteküche um eine Umschuldung griechischer Staatsanleihen einen deutlichen Stimmungswechsel aus. Viele Marktteilnehmer befürchten, dass eine Umschuldung eine gefährliche Sogwirkung auf die finanzschwachen Euroländer Portugal und Irland bringen könnte. Wir teilen diese Sorge, sind jedoch der Meinung, dass der Markt die Führungsspitzen der Europäischen Union unterschätzt. Die zu Beginn der Krise erfolgten strukturellen Reformen in Bezug auf die EU-Schuldnerkrise waren sicherlich schleppend und kamen tendenziell zu spät. In den letzten Monaten war man jedoch wesentlich prozyklischer und bewies bei Teilentscheidungen gar Weitblick. Wir glauben daher, dass die EU-Führung sich durch die Probleme durcharbeitet und allmählich die Weichen in die richtige Richtung stellt. Die EU hat erkannt, dass sie Griechenland deutlich mehr Zeit einräumen muss, damit der Genesungsprozess den gewünschten Erfolg bringt. Unseres Erachtens wird eine Umschuldung dennoch kommen. Wir erwarten dies jedoch nicht in den nächsten zwölf Monaten, sondern erst wenn Griechenland und der Finanzmarkt dies auch verkraften können.

Auch die von uns erwartete globale Wachstumsabschwächung macht sich nun deutlich bemerkbar und trägt zum rauen Marktumfeld bei. Das schwächere Konjunkturmomentum wird vor allem von den Schwellenländern – welche über 50 % zum globalen Wachstum beisteuern – getragen. Die wirtschaftliche Aktivität in China dürfte in den kommenden Monaten gar unter Trendniveau fallen (siehe Seite 8). Wir möchten jedoch betonen, dass diese Abschwächung unseres Erachtens keine Bedrohung des wirtschaftlichen Aufschwungs darstellt, sondern ein normaler Prozess innerhalb eines Wirtschaftszyklus ist. Gleichzeitig ist die Geldpolitik auf globaler Ebene immer noch sehr prozyklisch ausgerichtet. Das Ende des Stabilitätsprogramms "QE2" in den USA ändert an dieser Tatsache nichts. Liquidität ist im Überschuss vorhanden und wird ihren Weg weiter in reale Anlageklassen finden. Aktien sind daher unseres Erachtens weiterhin attraktiv und haben mit Blick auf den

letzten Erholungszyklus noch viel Potenzial nach oben (siehe Abb. 3).

Aktienstrategie

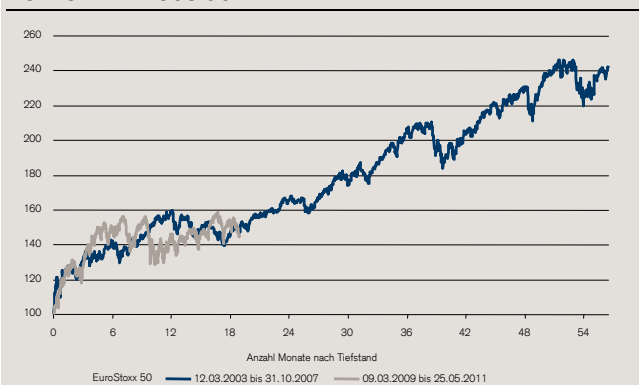
Vor dem Hintergrund unseres konstruktiven Ausblicks bringt uns der jüngste Aktienrücksetzer auf attraktivere Kursniveaus. Weitere Schwächephasen würden wir daher als Kaufgelegenheit einstufen.

Auf regionaler Ebene ändern wir vorerst nichts. Japan und die Emerging Markets bieten unseres Erachtens das grösste Aufwärtspotenzial, während die Schweiz aufgrund der Stärke des Frankens untergewichtet bleibt.

Adrian Zürcher

Abbildung 3

Aktuelle Erholung des Aktienmarkts weist hohe Ähnlichkeit mit 2003 auf



Letzter Datenpunkt: 27.5.2011

Quelle: Bloomberg, Credit Suisse

Historische Renditeangaben und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für laufende oder zukünftige Ergebnisse.

Die Erholung des europäischen Aktienmarktes seit dem Tief im Jahr 2009 weist eine hohe Ähnlichkeit zum Aufschwung von 2003-2007 auf. Dies zeigt, dass wir uns immer noch am Anfang des Wirtschafts- und Aktienzyklus befinden.

Alternative Anlagen

Makro-Geschehen nun wieder relevant für Rohstoffe

Überblick

- Rohstoffe: Wachstumsabschwächung drückt zurzeit die Preise, bietet aber bei konjunktureller Wiederbeschleunigung interessante Zukaufsgemeinschaften.
- Gold: Kann dem stärkeren US-Dollar trotzen.
- Hedge Funds: Wir bekräftigen unsere Übergewichtung.
- Immobilien: Wir bevorzugen trotz erster Bewertungsfragezeichen taktisch noch REITS und sind in Europa nach wie vor eher zurückhaltend engagiert.

Rohstoffe und Gold

Das eingetrübte realwirtschaftliche Umfeld hat auch im Rohstoffmarkt Spuren hinterlassen. Um den zyklischen Fokus zurückzunehmen haben wir unsere Präferenz für Industriemetalle temporär zurückgeschraubt. Sollte sich jedoch die von uns erwartete konjunkturelle Wiederbeschleunigung auch in wieder steigenden Frühindikatoren zeigen, könnten die aktuellen Rücksetzer am Markt die von uns gesuchten Zukaufsgemeinschaften bieten. Dies gilt nicht nur für das Subsegment Industriemetalle, sondern auch für Rohstoffe im Allgemeinen. Unsere mittel- bis langfristig positive Meinung zu Energie könnte vor diesem Hintergrund ebenfalls taktisch profitieren. Dies gilt insbesondere für Öl, das zum einen unter einem teilweisen Abbau der Risikoprämie und zum anderen unter der fallenden Nachfrage, insbesondere aus der OECD-Welt, gelitten hat. Die Nachfrage von Ländern ausserhalb der OECD wie zum Beispiel China zeigte keine spürbare Schwäche. Öl scheint zwar im historischen Vergleich teuer zu sein. Doch einen vollständigen Abbau der wegen der Lage im Mittleren Osten bestehenden Risikoprämie halten wir vorläufig für unwahrscheinlich. Unsere positive Einschätzung von Gold ist nicht von der konjunkturellen Wiederbeschleunigung abhängig. Angesichts der zahlreichen strukturellen Unsicherheiten ist das Anlegerinteresse an dem gelben Metall nach wie vor gross. Der aktuelle Goldpreis, der trotz der kräftigen Aufwertung des US-Dollars gut gestützt ist, bestätigt dies. Wir bekräftigen daher unser moderates Übergewicht bei Gold, würden aber auf den erzielten Preisniveaus nicht mehr aggressiv zukaufen.

Hedge Funds

Wir bestätigen zudem unser Übergewicht im Bereich Hedge-Funds. Die nach wie vor grosszügige Liquidität und die Notwendigkeit der Diversifizierung, insbesondere bei schwankungsintensiven Märkten, unterstützt dies und wird auch in erneut steigenden Zuflüssen reflektiert. So hat die Branche nunmehr die 2000-Milliarden-Grenze der verwalteten Vermögen überspringen können (in US-Dollar). Zugleich verzeichnen Hedge Funds als Anlageklasse nach wie vor eine steigende Zusatzrendite (Alpha), ohne ihre Abhängigkeit von den Aktienmärkten spürbar zu intensivieren (Beta). Wir setzen deshalb

insbesondere auf diskretionäre, handelsorientierte Manager, die Erfolg in volatilen Marktsituationen nachweisen können.

Abbildung 4

Gold hat sich trotz Stärke des US-Dollars gut gehalten



Letzter Datenpunkt: 24.5.2011

Quelle: Datastream, Credit Suisse / IDC

Historische Renditeangaben und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für laufende oder zukünftige Ergebnisse.

Goldpreis und US-Dollar weisen historisch eine negative Korrelation auf. Gold konnte jedoch in einem Umfeld von sinkendem Anlegeroptimismus trotz der Dollarstärke von seiner Eigenschaft als "sicherer Hafen" profitieren.

Immobilien

Unsere Präferenz für reale Anlagen hat sich auch im Bereich der Immobilieninvestitionen ausgezahlt. Weiterhin tiefe Zinsen, grosszügige Liquidität, erhöhte Inflationsorgen und eine sich im zweiten Halbjahr wiederbeschleunigende Wirtschaft dürften Investitionen in Immobilien nach wie vor rentieren lassen. Gleichwohl tauchen auch bei den von uns bevorzugten Global REITs (Immobilienaktiengesellschaften mit börsenkotierten Anteilen) erste Bewertungsfragezeichen auf. Im europäischen Bereich sind wir nach wie vor zurückhaltend engagiert, insbesondere bis die Rechtssituation für offene Immobilienfonds in Deutschland geklärt ist. In der Schweiz ist der Ausblick für Büroimmobilien vorsichtig optimistisch und im Bereich Wohnimmobilien nach wie vor stabil.

Anja Hochberger

Währungen

Stärke des CHF wird letztendlich nachgeben

Überblick

- Im Mai war eine relativ breit angelegte Korrekturrally des USD zu verzeichnen.
- Ein globales Umfeld steigender Renditen dürfte dem Aufwärtspotenzial des CHF Grenzen setzen. Der CHF könnte jedoch vorübergehend weiter eine Absicherung gegen volatile Märkte bieten.
- Wir haben in unseren USD-Mandaten Anfang Mai einen taktischen EUR-Hedge umgesetzt und wollen diesen vorerst aufrechterhalten. Auf diesen Niveaus bleiben wir gegenüber anderen Währungspaaren neutral, halten aber an unserer strukturellen Vorliebe für das GBP fest.

Markt-Update und Ausblick

Die Sorgen um die EU, die Korrektur der Rohstoffpreise, insbesondere bei Öl, und der nachlassende Schwung der Wirtschaft haben zu der von uns erwarteten Reduktion bei spekulativen "USD-Short-Positionen" geführt. Der EUR verlor seinerseits weiter an Boden. Obwohl die EU-Krise letztendlich gelöst werden dürfte, haben die Unsicherheiten den EUR auf kurze Sicht in der Defensive gehalten. Zudem haben sich die Zinserhöhungserwartungen in Bezug auf die EZB (Spitzenwert 140 Basispunkte) mittlerweile fast halbiert (75 Basispunkte für die kommenden zwölf Monate). Dies erscheint angesichts der jüngsten Entwicklungen bei Rohstoffen angemessen.

Der CHF erweist sich nach wie vor als robust. Er könnte noch eine Zeit lang eine bevorzugte Währung bleiben, da er trotz der gestiegenen Zinsdifferenz in Zeiten starker Marktvolatilität die sehr geschätzten Merkmale eines sicheren Hafens aufweist. Diese erneute Stärke dürfte auch die Schweizerische Nationalbank davon abhalten, die Zinsen kurzfristig anzuheben, da sich die geldpolitische Lage durch eine Aufwertung des CHF anspannen würde. Dies dürfte früher oder später zu einem mässigen Einfluss auf die Wirtschaft führen und damit den Spielraum für eine weitere Stärke des CHF einschränken. Der JPY weist in dieser Hinsicht ähnliche Merkmale auf. Trotz dieser Tatsache gehen wir in unserem wirtschaftlichen Basis-szenario von einer Ausweitung der Zinsdifferenz aus, was mittelfristig zu einer Abschwächung des JPY führen dürfte.

Währungsstrategie

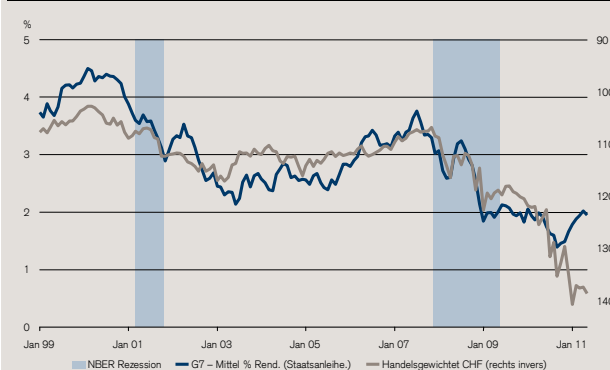
Wir haben beschlossen, einen Teil unseres EUR-Engagements in den USD-Mandaten ab Anfang Mai taktisch abzusichern. Diese Absicherung wollen wir vorerst aufrechterhalten, ebenso wie den partiellen EUR-Hedge im CHF-Profil. Eine weitere vorübergehende Stärke des USD ist nicht auszuschliessen. In diesem Stadium hat die USD-Rally jedoch einen Korrekturcharakter. Wir gehen nicht davon aus, dass es in den nächsten Monaten zu einer breit angelegten Stärke des USD

kommen wird, sofern sich die EU- Krise nicht verschärft und sich das globale makroökonomische Bild nicht deutlich verschlechtert oder die Fed beginnt, nach dem Ende ihres Wertpapierkaufprogramms im Juni das Geld massgeblich zu verknappen. Keinem dieser Szenarios geben wir im derzeitigen Stadium den Vorzug. Die von uns erwartete Normalisierung der EU-Krise dürfte den EUR in Zukunft stützen. Trotzdem bleiben wir angesichts der langfristigen Marktpositionierung und des Bedarfs an mehr Klarheit über die Krise in den Peripherieländern kurzfristig neutral. Wir werden die Situation weiterhin aufmerksam beobachten. Trotz der jüngsten Rückschläge halten wir an unserer auf lange Sicht positiven Einschätzung des Sterlings fest.

Luca Bindelli

Abbildung 5

CHF-Stärke ist angesichts des Umfelds steigender Renditen ungewöhnlich



Letzter Datenpunkt: 30.4.2011

Quelle: Datastream, Credit Suisse

Historische Renditeangaben und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für laufende oder zukünftige Ergebnisse.

Der CHF hat sich in einem globalen Umfeld rückläufiger Renditen allgemein gut gehalten. Doch trotz des jüngsten Anstiegs der Renditen zeigte sich der CHF als "sicherer Hafen" robust, insbesondere gegenüber dem EUR. Wenngleich die Stärke des CHF eine gewisse Zeit anhalten könnte, scheint der Spielraum für eine weitere Aufwertung begrenzt, da die Ausweitung der Zinslücke das Halten langfristiger CHF-Positionen verteuert.

Emerging Markets

Wachstumsabschwächung zeichnet sich ab

Überblick

- Emerging-Markets-Makro: Wachstumsabschwächung ist spürbar, Geldpolitik bleibt auf Straffungskurs.
- Emerging-Markets-Anleihen: Bewertung bietet trotz höherer Risiken noch Aufwärtspotenzial.
- Emerging-Markets-Aktien: Übergewicht bleibt bestehen. Russland und China sind Favoriten.

Der Mai erwies sich für die meisten Emerging-Market(EM)-Anlagen als schwierig. Insbesondere Aktien und Währungen wurden zum Opfer des schwindenden Risikoappetits. EM-Anleihen in US-Dollar zeigten dank stabiler Spreads und fallender Referenzzinsen hingegen eine solide Performance.

Die Underperformance von EM-Aktien und -Anleihen in lokalen Währungen ist unserer Ansicht nach hauptsächlich auf die Erholung des US-Dollars zurückzuführen. In den vergangenen Jahren waren Stärkephasen beim US-Dollar kein gutes Umfeld für EM-Anlagen. EM-Aktien zeigen eine deutlich negative Korrelation zur Performance des US-Dollars (siehe Abb. 6). Unseres Erachtens basiert diese negative Abhängigkeit auf folgenden Faktoren: Ein stärkerer US-Dollar ist in der Regel ein Zeichen für einen fallenden Risikoappetit, tiefere Rohstoffpreise – EM-Aktien sind dazu stark positiv korreliert – und eine straffere Geldpolitik durch die Dollarbindung vieler EM-Länder. Wir gehen allerdings von einer baldigen Erholung von EM-Aktien und -Währungen aus, da wir erwarten, dass die strukturelle Schwäche des US-Dollars perspektivisch anhalten wird und die jüngste Rally des Greenbacks nur ein temporäres Phänomen ist.

Der im letzten Mandates Monthly beschriebene Strafungsprozess der chinesischen Geldpolitik – und der EM-Geldpolitik im Allgemeinen – wurde fortgesetzt. So hat die chinesische Notenbank erneut den Mindestreservesatz für inländische Geschäftsbanken erhöht. Diese sehr konzentrierten Einschränkungen des monetären Umfelds, insbesondere bei der Kreditvergabe, machen sich mittlerweile auch in den Wirtschaftsindikatoren bemerkbar. Die Daten des Einkaufsmanagerindex widerspiegeln den Wachstumsabschwung und die Industrieproduktion im April deutet daraufhin, dass die wirtschaftliche Aktivität mittlerweile unter dem Trendwachstum liegt. Nichtsdestotrotz sollte die Geldpolitik nach wie vor straff bleiben. Es dürften solange weitere Zinsschritte und Erhöhungen des Mindestreservesatzes anstehen, bis ein nachhaltiger Effekt bei den konstant hohen Inflationsraten erzielt wird. In den kommenden Quartalen ist daher von einem Wachstum im Bereich von 8,5-9 % auszugehen. Dies dürfte sich auch auf die restlichen Emerging Markets auswirken und eine gewisse Wachstumseinschränkung nach sich ziehen. Die Volatilität bei Aktien sollte daher hoch bleiben. Der Wirtschaftsabschwung

ist unseres Erachtens aber mit Blick auf die Bewertung in den meisten EM-Aktienmärkten mehr als eskomptiert. Gleichzeitig erwarten wir über die kommenden Monate mildere Inflationszahlen. Dies sollte die betroffenen Währungshüter künftig tendenziell milder stimmen, sodass die Währungen weiter aufwerten können, das Zinserhöhungsrisiko für Anleihen jedoch reduziert wird.

Investitionsstrategie

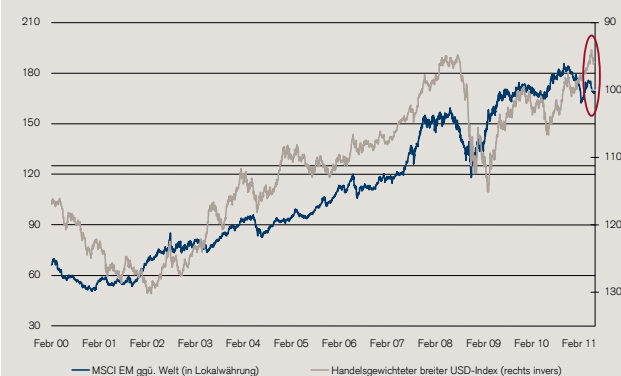
Angesichts der strukturellen Probleme in den entwickelten Ländern halten wir an unserem Übergewicht bei Schwellenländeranleihen fest. Auch unsere Präferenz für Lokalwährungen wird bestätigt. Jedoch haben wir begonnen, unsere Duration in Richtung neutral zu verlängern.

Auf der Aktienseite haben wir unser Emerging-Markets-Übergewicht ausgebaut. Asien als defensiver Markt bleibt übergewichtet, wobei China und Korea im Fokus stehen. Osteuropa bleibt ebenfalls übergewichtet; Russland ist besonders attraktiv. Das Untergewicht in Lateinamerika hat sich ausgezahlt. Wir bleiben vor allem in Bezug auf Peru, Chile, Kolumbien und Mexiko kritisch.

Adrian Zürcher

Abbildung 6

USD-Schwäche sorgt für relative Korrektur bei Emerging-Markets-Aktien



Letzter Datenpunkt: 20.5.2011

Quelle: Bloomberg, Credit Suisse

Historische Renditeangaben und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für laufende oder zukünftige Ergebnisse.

Die Grafik widerspiegelt die starke negative Korrelation zwischen EM-Aktien und dem US-Dollar. Mit unserer Einschätzung einer strukturellen Schwäche des US-Dollars erwarten wir weiterhin ein positives Umfeld für EM-Aktien.

Impressum

Herausgeber

Stefan Keitel, Managing Director
Chief Investment Officer
Tel.: +41 (44) 332 09 10, Fax: +41 (44) 334 88 31
E-Mail: stefan.keitel@credit-suisse.com

Editors

Dr. Anja Hochberg, Managing Director, Head Investment Strategy
Isa Mertingk, Vice President, Investment Writing

Autoren

Dr. Anja Hochberg, Managing Director, Head Investment Strategy
Dr. Luca Bindelli, Director, Investment Strategy
Adrian Zürcher, CFA, CMT, Vice President, Investment Strategy

Redaktionsschluss

1. Juni 2011

Disclaimer / Wichtige Hinweise

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 (Deutschland) Aktiengesellschaft 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. Copyright © 2011 Credit Suisse Group AG und / oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

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