

Ausgabe
1/2008



STAR RESEARCH

Die Research-Studie der
RISING STAR AG
Invest with the best

RISING STAR ist einer der führenden Anbieter unter den bankenunabhängigen Spezialisten für Alternative Investments und bietet Geschäftspartnern und Investoren eine Vielzahl überlegener Lösungen in den Anlageklassen Hedgefonds, Private Equity und Rohstoffe.



HEDGEFONDS 2008:

Marktanalyse und Performancetrends

EDITORIAL



Eric Quast
Analyst Hedge Funds
e.quast@risingstar.ch



Bernd Logen
Chief Investment Officer
b.logen@risingstar.ch

Nach Jahren starker Aktienmärkte, niedriger Volatilität und nahezu zügelloser Kreditvergabe, stand das Jahr 2007 aufseiten der Anleger im Zeichen zunehmender Volatilität und erhöhter Risikoaversion. Die Besorgnis über die US-Immobilienkrise und deren Auswirkungen auf die US-Wirtschaft im engeren und die globale Wirtschaft im weiteren Sinne beherrschten das Geschehen an den globalen Finanzmärkten.

Anzeichen für eine Krisensituation, insbesondere im August und November, waren kennzeichnend für das abgelaufene Jahr: Kreditmärkte froren ein, Aktienmärkte verzeichneten innerhalb weniger Tage signifikante Wertverluste, die Volatilität zog stark an, Carry-Trades wurden rückabgewickelt und der US-Dollar verlor stark an Wert. Der Fokus dieser Ausarbeitung liegt im Wesentlichen auf der Analyse des Status Quo der Finanzmärkte sowie auf den Auswirkungen aktueller Entwicklungen auf die wesentlichen Hedgefonds-Strategien, die wir nachfolgend detailliert diskutieren.

INHALT

← Editorial	3
← Executive Summary	5
I. RÜCKBLICK 2007	6
Long/Short Manager profitieren von der zunehmenden Volatilität	6
Anhaltend hohe M&A-Aktivität im ersten Halbjahr 2008	6
Turbulenzen am US-amerikanischen Subprime-Markt belasten Märkte	7
Gewinner und Verlierer im Hedgefonds-Bereich	8
II. AUSBLICK 2008	10
Allgemeine Marktlage	10
Ausblick US-Wirtschaft	11
Auswirkungen auf die globalen Märkte	12
Markteinschätzung	12
III. HEDGEFONDS-STRATEGIEN 2008	13
Positionierung bei Equity-Hedge-Managern entscheidend	13
Gutes Umfeld für Global Macro	14
Short-Term-Trendfolge-Strategien nutzen Volatilität	14
Umfeld für Event Driven abhängig vom Konjunkturszenario	14
Neutrale Positionierung im Bereich Fixed Income	15
VI. FAZIT	15

← Impressum

Herausgeber
RISING STAR AG
Seestrasse 46
CH-8598 Bottighofen,
Switzerland

Kontakt
Tel.: +41 (0) 71-686 94 00
Fax: +41 (0) 71-686 94 15
info@risingstar.ch
www.risingstar.ch

Erscheinungsweise
2 x jährlich
Auflage
4000 Exemplare

RISING STAR ist einer der führenden Anbieter unter den bankenunabhängigen Spezialisten für Alternative Investments. Die Gesellschaft hat schon frühzeitig die Bedeutung Alternativer Investments für die strategische Asset Allokation erkannt und bietet Geschäftspartnern und Investoren eine Vielzahl geeigneter Lösungen in

den Anlageklassen Hedgefonds, Private Equity und Rohstoffe. RISING STAR betreut in mehreren strukturierten Produkten und Fonds ein Anlagevolumen von mehr als CHF 1,2 Mrd. RISING STAR verfügt über ein breit diversifiziertes Kunden- und Partnernetzwerk.

©Copyright für Beiträge liegt bei der RISING STAR AG. Den Artikeln und Empfehlungen liegen Informationen zugrunde, welche die Redaktion für verlässlich hält. Eine Gewähr für die Richtigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Dies schließt jeglichen Haftungsanspruch aus.

EXECUTIVE SUMMARY

- ▶ 2007 zählten Emerging-Market- und Global-Macro-Fonds zu den Gewinnern unter den Hedgefonds-Strategien. Equity-Long/Short- und Event-Driven-Manager hatten ein sehr gutes erstes Halbjahr. Im späteren Jahresverlauf wurden die Strategien durch die Ausweitung der Kreditkrise und die Rezessionsängste in den USA belastet. Dafür nahm zeitgleich die Bedeutung von Distressed und Managed Futures im zweiten Halbjahr zu.
- ▶ RISING STAR AG erwartet eine spürbare Abschwächung des US-Wirtschaftswachstums. In diesem Szenario bleiben die Unternehmensergebnisse in den USA weitgehend stabil und deshalb die Aktienmarktbewertungen günstig. Weiterhin hohe Exporte und eine Stabilisierung am Arbeitsmarkt werden die negativen Effekte, resultierend aus dem schwachen US-Häusermarkt, zum Teil kompensieren können. Die Rohstoffpreise werden sich – unserer Einschätzung nach – auf einem hohen Niveau stabilisieren, sodass der Inflationsdruck abnehmen wird.
- ▶ Wir meinen, dass eine Abkühlung der US-Wirtschaft geringe Auswirkungen auf die asiatischen Volkswirtschaften haben wird. Voraussetzung dafür ist jedoch ein kontinuierliches Wachstum der restlichen Weltwirtschaft, um mögliche Exportverluste zu den USA auszugleichen. Damit würde sich die globale Wirtschaft 2008 nur unwesentlich abschwächen.
- ▶ Im Jahr 2008 sehen wir Event-Driven-Strategien zunehmend negativ. Vor allem das Umfeld für Merger Arbitrage hat sich aufgrund verschlechterter Kreditkonditionen und abnehmender M&A-Aktivitäten verändert. Der Fokus bei aktienlastigen Strategien wird im Bereich Emerging Markets liegen. In den USA und Europa könnten Net-Short- oder auch Dedicated-Short-Manager zu Jahresbeginn einen Performance-Beitrag leisten. Aufgrund der gestiegenen Volatilität favorisieren wir weiterhin Global-Macro-Manager, bei den Trendfolge-Managern hingegen kurzfristige Programme. Strukturelle Trends sehen wir in den Bereichen Währungen und Rohstoffe, dem Bereich Fixed Income stehen wir jedoch neutral gegenüber. Der Schwerpunkt in diesem Strategiesegment wird sich auf Relative-Value-Strategien verschieben. ✨

I. RÜCKBLICK 2007

Die Entwicklung der Hedgefonds-Renditen im Jahr 2007 lässt sich einfach beschreiben: Positiv im ersten Halbjahr, gefolgt von einer negativ geprägten zweiten Jahreshälfte, die durch die Angst vor einer vom US-Immobilienmarkt ausgehenden wirtschaftlichen Abschwächung bedingt war.

Der über alle Hedgefonds-Strategien breit gestreute Credit Suisse/Tremont Investable Hedge Fund Index erzielte seit Jahresbeginn 2007 eine Rendite von 7,11 %.

Damit hat sich bestätigt, dass Hedgefonds während Finanzmarkturbulenzen insgesamt geringere Verluste verzeichnen, als internationale Aktienmärkte. Insgesamt folgten Hedgefonds, wie auch schon in den vergangenen Jahren, einem den Aktienmärkten ähnlichen Muster.

Exposure im Energie-Sektor der europäischen Manager erklären. Im Vergleich dazu verzeichneten die US-amerikanischen Manager, trotz Verlusten in der kritischen Marktphase, tendenziell höhere Renditen.

Long/Short-Emerging-Markets-Manager erzielten abhängig von dem regionalen Investitionsfokus gemischte Resultate. Während Shanghai als Epizentrum der Korrektur hohe Verluste hinnehmen musste, generierten einige diversifizierte Asien-Manager sogar positive Renditen.

Insgesamt profitierten Long/Short-Equity-Manager von der Dynamik des Marktes und generierten im ersten Halbjahr 2007 im Industriedurchschnitt eine positive Rendite von 6,8 % (Credit Suisse/Tremont Investable Hedge Long/Short Equity Index).

Tab. 1 ← Hedgefonds-Quartalsrenditen im Marktumfeld (in USD)

Unternehmen	I. Quartal 07	II. Quartal 07	III. Quartal 07	IV. Quartal 07	Gesamtjahr
Credit Suisse / Tremont Investable Hedge Fund Index	2,3 %	4,0 %	-0,8 %	1,4 %	7,1 %
MSCI World	4,6 %	3,0 %	-4,2 %	-1,4 %	1,8 %
S&P 500	0,2 %	5,8 %	1,6 %	-3,8 %	3,5 %
DJ Euro STOXX	1,5 %	7,4 %	-2,4 %	0,4 %	6,8 %
REX Performance Index	0,5 %	-1,2 %	2,1 %	1,2 %	2,5 %
SSB World Government Bond Index (10 Jahre)	0,2 %	-3,0 %	7,6 %	4,3 %	9,0 %

Quelle: Bloomberg, PerTrac

Das I. Halbjahr 2007 bot in der Summe ein sehr gutes Marktumfeld, um positive Renditen zu erzielen. Der über alle Hedgefonds-Strategien gestreute Credit Suisse/Tremont Investable Hedge Fund Index generierte per 30. Juni 2007 eine Performance von 6,4 %, verglichen mit einer Performance von 7,7 % des MSCI World Index und einer Performance von -2,8 % des SSB World Government Bond Index.

▶ Long/Short Manager profitieren von der zunehmenden Volatilität

Trotz einer scharfen Korrektur zur Mitte des ersten Halbjahres und einer erhöhten Volatilität, bestand an den globalen Aktienmärkten eine positive Grundstimmung. Warnungen hinsichtlich eines möglichen Rezessionsszenarios in den USA gaben vor allem asiatischen Anlegern Grund zur Besorgnis und führte in den letzten Februartagen zu einem heftigen Ausverkauf an den globalen Aktienmärkten. Long/Short-European-Manager waren am heftigsten von der Korrektur betroffen. Dies lässt sich plausibel durch das höhere durchschnittliche Net Long

▶ Anhaltend hohe M&A-Aktivität im ersten Halbjahr 2008

Zu den Gewinnern unter den Hedgefonds-Strategien zählten vor allem Event-Driven-Strategien, die in den ersten sechs Monaten des Jahres einen Wertzuwachs von 11,9 % (Credit Suisse/Tremont Investable Hedge Event Driven Index) erzielen konnten. Das profitabelste Ereignis in diesem Strategiesegment war sicherlich die durch aktive Aktionäre maßgeblich beeinflusste Übernahmeofferte von Barclays an ABN AMRO.

Ein anderes prominentes Beispiel war die Ankündigung zum Verkauf der Pharma-Sparte von Akzo Nobel, infolgedessen die Aktie um 18 % zulegte. Viele Hedgefonds profitierten außerdem von Wetten auf die Trennung DaimlerChryslers von der unprofitablen Einheit Chrysler. Die hohe Bandbreite an M&A-Aktivität erhöhte in logischer Konsequenz auch die Opportunitäten der handelnden Manager und damit die Wahrscheinlichkeit zur Erzielung von Alpha.

Abb. 1 ← VIX Index



Neubewertung der Kreditderivate

Die Krise verschärfte sich, als Anfang Juli die Agenturen Standard & Poor's und Moody's die Kredit-Ratings für Mortgage Backed Securities in Milliardenhöhe herunterstufen und zusätzlich etliche CDO-Portfolios auf die Beobachtungsliste setzten. Kreditrisiken wurden einer generellen Neubewertung unterzogen.

Plötzlich verlangten Investoren auch für Papiere mit besseren Bonitätseinstufungen höhere Risikoprämien. Kreditderivate wurden neu bewertet und deshalb gerieten zahlreiche Investmentfonds, darunter auch Hedgefonds, in eine Schieflage.

Aktienmärkte im Sog der Krise

Ungeachtet der Situation an den Kreditmärkten blieben die Aktienmärkte lange Zeit gegen diese Entwicklung immun. Bis Mitte Juli sorgten positive Unternehmenszahlen und kontinuierlich stabile M&A-Aktivitäten an den Märkten für Allzeithochs. Erst in der zweiten Monathälfte übertrug sich die Entwicklung auf die Aktienmärkte. Die schwächer als erwartet ausgefallenen Daten am US-amerikanischen Wohnungsmarkt und angesichts der Sorge, dass von den Problemen am Subprime-Markt Ansteckungseffekte ausgehen könnten, führte zu einer Steigerung der Risikoaversion der Anleger und zum Absturz der Börsenkurse.

Die Volatilität an den Aktienmärkten erhöhte sich signifikant. Die gestiegene Vorsicht der Anleger vereitelte bzw. verzögerte Leveraged Buy-Out (LBO) Deals in Höhe von ca. USD 60 Milliarden. Insgesamt war der Juli mit 70 angekündigten LBOs der schlechteste Private-Equity-Monat in den USA.

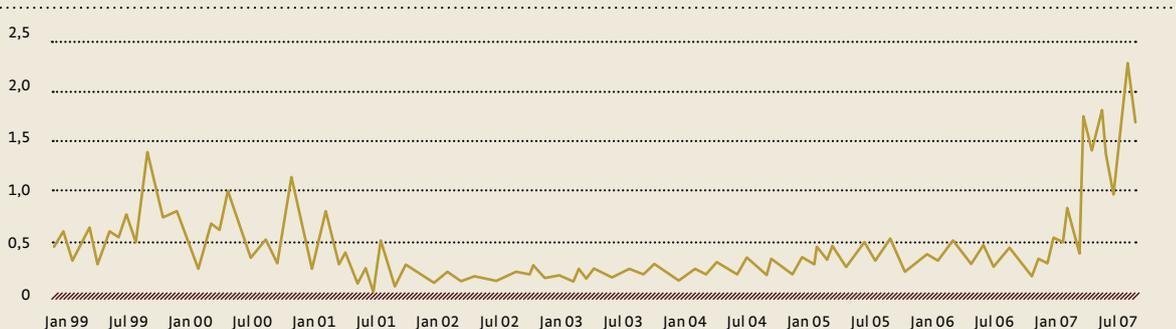
► Turbulenzen am US-amerikanischen Subprime-Markt belasten Märkte

Bereits im Februar 2007 kristallisierte sich als wesentlicher Risikofaktor für die globale Konjunktur der US-amerikanische Immobilienmarkt heraus.

Die Sorgen über umfangreiche Kreditausfälle bei Hypothekenbanken führten zu einem heftigen Ausverkauf an den globalen Aktienmärkten. Aufgrund dieser Entwicklung und angesichts hoher Wertverluste verzeichneten zwei auf Hypothekenkreditderivate spezialisierte Hedgefonds einer renommierten Investmentbank einen plötzlichen Ansturm nervöser Investoren.

Die Geldgeber, darunter Merrill Lynch, Lehman, JPMorgan Chase, Goldman Sachs, Deutsche Bank, Citigroup verlangten daraufhin zusätzliche Einschusszahlungen. Dies führte dazu, dass einige Institute von den Hedgefonds als Sicherheit hinterlegte Wertpapiere oder Collateralized Debt Obligations (CDO), zum Verkauf anboten.

Abb. 2 ← TED-Spread



Notenbanken intervenieren

Im August setzte sich der Ausverkauf an den globalen Aktienmärkten fort. Aus Angst vor Liquiditätsengpässen hielten verunsicherte Manager lieber ihr Geld zurück, als es zu verleihen. Der täglich festgelegte Referenzzinssatz im Interbankengeschäft (LIBOR) legte im Zeitraum Ende Juli bis Mitte August 2007 um ca. 11 % zu.¹

Wie groß die Verunsicherung ist, zeigt der TED-Spread (Abb. 2), die Zinsdifferenz zwischen 3-monatigen US-Treasuries und dem ungesicherten 3-Monats-Satz am Interbankenmarkt (LIBOR). Der TED-Spread erreichte am 20. August, dem Höhepunkt der Kreditkrise, einen Wert von 240 Basispunkten und damit den höchsten Stand seit dem Börsencrash von 1987.

Zur Beruhigung der Märkte stellten die Europäische Zentralbank, die amerikanische Federal Reserve, die Bank von Kanada, die australische Zentralbank und die Bank von Japan den Anlegern durch Offenmarktgeschäfte zusätzliche Liquidität in Milliardenhöhe zur Verfügung. Insgesamt brachten die Zentralbanken innerhalb einer Woche 290 Milliarden Dollar in den Markt.

Tief greifende Verunsicherung der Marktteilnehmer

Die tief greifende Verunsicherung der globalen Finanzgemeinde konnte auch die Intervention der Notenbanken nicht beheben und führte zur Monatsmitte zu einem weiteren heftigen Ausverkauf an den globalen Aktienmärkten.

Der MSCI World Index verlor, ausgehend von den Höchstständen im Juli, bis zur Monatsmitte August gute 11 %, der DAX ca. 10 %. Die größte Unsicherheit besteht hinsichtlich der Höhe der Kreditausfälle und der damit zusammenhängenden Kreditvergabepolitik der Geschäftsbanken, vor allem im amerikanischen Markt, von dem die weltweiten Turbulenzen ausgingen. Immer noch unklar ist, wer genau die Verluste zu tragen hat. Solange die Marktakteure nicht über ausreichend Informationen verfügen, sind sie mit gegenseitigen Kreditvergaben überaus zögerlich. Die Verunsicherung am Markt war so groß, dass eine Senkung des für die Refinanzierung der Banken wichtigen Diskontsatzes durch die FED erforderlich war, um die Märkte zu beruhigen.

► Gewinner und Verlierer im Hedgefonds-Bereich

Der Hedgefonds-Markt verzeichnete in der Krisenzeit ein in der Summe stabiles Ergebnis. Vor allem die letzten zwei Juliwochen und die ersten beiden Augustwochen - als die Entwicklung auf die globalen Aktienmärkte übergriff - führten bei vielen aktienlastigen Hedgefonds zu einer negativen Monatsperformance.

Aus dieser Situation ergaben sich aber auch attraktive Renditechancen, denn jedem Verlust steht auf der anderen Seite des Geschäfts ein Gewinn gegenüber. Manager, die die Entwicklung am US-Subprime-Markt richtig eingeschätzt hatten, verzeichneten zum Teil zweistellige Renditen.

Desaster bei Quant-Strategien

Die zentralen negativen Werttreiber in den Dach-Hedgefonds waren in den vergangenen Wochen Equity-Long/Short- und Relative-Value-Manager mit direktonalem Ansatz. Beide Stilrichtungen wurden indirekt durch die Krise an den Kreditmärkten beeinflusst.

Vor allem das Umfeld für Event-Driven-Manager bzw. für fremdfinanzierte Deals wurde aufgrund verschlechterter Kreditkonditionen und abnehmender M&A-Aktivitäten stark in Mitleidenschaft gezogen. Schlimmer betroffen waren quantitative Strategien, wie Equity Market Neutral und Statistical Arbitrage, die in den ersten zwei Augustwochen heftige Wertverluste hinnehmen mussten. Aufgrund der befürchteten Li-

Abb. 3 ← Auflösung Carry-Trades



Quelle: Bloomberg

liquiditätsengpässe bei Banken hatten nämlich große Investmenthäuser sehr zahlungsfähige, aktienlastige Strategien liquidiert, um Nachschusszahlungen erfüllen bzw. um das generelle Risiko senken zu können. Es wurden zum Teil große Aktienpakete ohne rationale Grundlage in den Markt gegeben, sodass die computergesteuerten Modelle der Quant-Manager versagten. Zahlreiche Market-Neutral-Hedgefonds liquidierten daraufhin angesichts der hohen Verluste ihre Position und hielten Cash, bis sich die Lage normalisierte. Viele Manager setzten zur Vergrößerung der Marge einen Finanzierungshelbel ein, womit teilweise deutlich zweistellige negative Renditen entstanden.

Das dominierende Thema im Währungsbereich war die Auflösung von Carry-Trades. Die allbekannte Short-Währung Yen schnellte im Zuge der gestiegenen Risikoaversion in die Höhe und gleichzeitig wurde der neuseeländische Dollar, den man wegen der hohen Verzinsung so schätzte, gegenüber dem US-Dollar abgewertet. Gleiches galt für die australische Währung (Abb. 3). Vor allem Trendfolgestrategien wurden von dieser Entwicklung überrascht, die zur Auflösung der Carry-Trades führte.

Hedgefonds nutzten die Monate September und Oktober, um die Verluste des Vormonats August teilweise auszugleichen. Vor allem Long/Short-Equity-Manager profitierten von den starken Aktienmärkten.

Auch das Umfeld für Event-Driven-Strategien verbesserte sich - die Manager erzielten vor allem in den Positionen Metalle und Finanzen Gewinne. Fixed-Income-Strategien profitierten von der gestiegenen Volatilität an den Rentenmärkten und konnten durch Zinsstrukturkurven- und Volatilitätsstrategien Gewinne erzielen.

Markt am Jahresende volatil

Die Entscheidung der US-Notenbank, die Zinsen am Monatsende Oktober nochmals um 25 Basispunkte zu senken, wurde von vielen Marktteilnehmern als weiteres Zeichen gewertet, dass die von der Immobilienkrise in den USA ausgehenden Bedrohungen für die Weltwirtschaft real sind. Die Aktienmärkte korrigierten daraufhin heftig. Aktienlastige Strategien, vor allem in den Bereichen Equity Long/Short und Event Driven, löschten in diesem Marktszenario einen Großteil der generierten positiven Performance der beiden Vormonate aus.

Der HFRX Event Driven Index und HFRX Equity Hedge Index sanken im Zeitraum 25. Oktober bis Jahresende um -3,5 % bzw. -3,4 %. Seit Ende des Jahres 2007 befindet sich der Markt in einem Zustand höchster Unsicherheit.

Im Jahresrückblick zählten Emerging-Market- und Global-Macro-Fonds zu den Gewinnern unter den Hedgefonds-

Abb. 4 ← Hedgefonds-Renditen 2007 nach Strategien



Quelle: HFR

Strategien. Equity Long/Short und Event Driven hatten ein sehr gutes erstes Halbjahr.

Im späteren Jahresverlauf wurden die Strategien durch die Ausweitung der Kreditkrise und die Rezessionsängste in den USA belastet. Dafür nahm zeitgleich die Bedeutung von Distressed und Managed Futures im zweiten Halbjahr zu. Einen Überblick über die Performance der einzelnen Hedgefonds-Strategien finden Sie in Abbildung 4.

In der Summe bewegten sich alle Strategien des abgelaufenen Jahres im positiven Bereich. Der über alle Hedgefonds-Strategien gestreute Credit Suisse/Tremont Investable Hedge Fund Index generierte auf Jahressicht eine Performance von 7,1%. Im Vergleich dazu lag die Performance des MSCI World Indexes bei 1,8 % und die des SSB World Government Bond Indexes (10 Jahre) bei 9 %.

II. AUSBLICK 2008

► Allgemeine Marktlage

Die zukünftige Entwicklung der globalen Finanzmärkte ist aus heutiger Sicht nicht eindeutig und daher schwer einzuschätzen. Der Fokus liegt auf der USA-Wirtschaft, deren Wachstumsaussichten maßgeblich das Geschehen an den internationalen Märkten beeinflussen werden.



Das wahre Ausmaß der Subprime-Krise ist noch unsicher. Die tiefgreifende Verunsicherung aufseiten der Marktteilnehmer bleibt bestehen und die herrschende Grundstimmung weiterhin pessimistisch. Die entsprechenden Indizes lassen derzeit vermuten, dass das Gros der Marktteilnehmer momentan von keiner kurzfristigen Korrektur an den globalen Aktienmärkten ausgeht (Abb. 5).

Auf der anderen Seite könnten sich aufgrund der heftigen Korrekturen an den Aktienmärkten günstige Kaufmöglichkeiten für Investoren bieten. Vor allem, wenn bei einem „soft landing“ der US-amerikanischen Wirtschaft auf globaler Ebene keine tiefgreifenden Einschnitte zu erwarten sind.

Sollte sich das Rezessionsszenario in den USA allerdings verdichten und einen spürbaren Effekt auf andere Industrienationen haben, kann dies für Aktien zu einer fundamentalen Belastung werden und die globalen Aktienmärkte könnten in einen markanten Abwärtstrend geraten.

US-Wirtschaft durch die Krise am Wohnungsmarkt belastet

Wie stark ist die aktuell erhöhte Risikoaversion (Flight-to-Quality) der Anleger am US-Markt von Angst getrieben oder fundamental begründet? Nach unserer Überzeugung ist der derzeitige Status der US-Wirtschaft fragil und eine vorübergehende Abschwächung des wirtschaftlichen Umfelds wahrscheinlich. Dementsprechend wird die Volatilität vermutlich weiterhin sehr hoch bleiben, insbesondere solange die Auswirkungen der Subprime-Krise nicht vollständig aufgedeckt sind. Die Signale hinsichtlich der Entwicklung der US-Wirtschaft sind uneinheitlich. Maßgeblich bedingt durch den schwachen US-Dollar und die durch steigende Exporte resultierende Verbesserung der Handelsbilanz floriert der Außenhandel.

Zudem besteht fiskalpolitischer Spielraum, dem sich auch die Demokraten kaum entziehen dürfen. Auch die Unternehmenszahlen sind in der Breite nach wie vor stabil, abgesehen von industriespezifischen Ausnahmen wie dem Finanzsektor.

Im historischen Kontext ist die Arbeitslosigkeit niedrig (Abb. 6). Deshalb glauben viele Investoren, dass es keinen signifikanten Rückgang der Konsumbereitschaft geben wird und damit ein wichtiger Rückhalt für ein stabiles Wachstum der Volkswirtschaft erhalten bleibt.

Andererseits existieren auch viele Probleme: Die Konsumenten sind durch den Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise, von einer restriktiven Kreditvergabe der Banken und sinkenden Immobilienpreisen belastet; der Preisverfall am Häu-

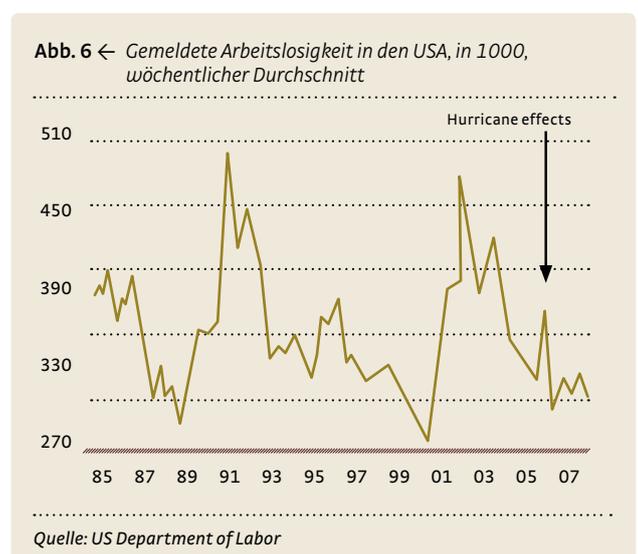
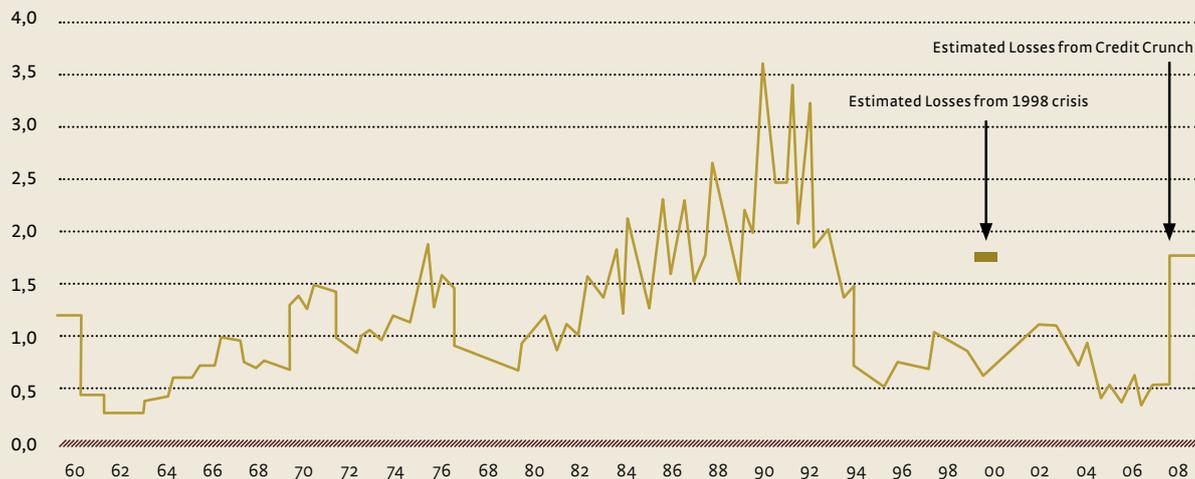


Abb. 7 ← Historische Abschreibungen von US-Banken (als Prozentanteil zum Eigenkapital)



Quelle: Bridgewater Associates

sermarkt zeigt keine Zeichen von Stabilisierung und die Hauspreise fielen bis Jahresende um ca. 4,5 %.² Dieser Preisverfall untergräbt zusätzlich das Vertrauen der institutionellen Anleger in die Qualität von Special-Investment-Vehikeln wie Collateralized Debt Obligations (CDOs).

Bisher mussten die Banken in den USA ca. USD 44 Milliarden als Folge der Subprime-Krise abschreiben.³ Einige Analysten schätzen das Ausmaß auf USD 100 Milliarden, während andere ausstehende Verluste von bis zu USD 400 Milliarden vermuten.⁴ Diese Schätzungen gleichen denen während der durch das Blow-up von LTCM hervorgerufenen Kreditkrise im Jahr 1998 (siehe Abb. 7).

Doch die Zahlen liegen dennoch deutlich unter denen der S&L-Krise in den USA zu Beginn der 90er Jahre, die das Land letztlich in eine Rezession führten. Die Mitte Januar veröffentlichten tiefroten Zahlen der Citigroup mit Abschreibungen in Höhe von USD 18 Milliarden und die Probleme der Hypo Real Estate sorgen für eine anhaltende Verunsicherung.

Ausmaß der Krise in Europa

Bisher ist es unklar, ob und in welchem Ausmaß europäische Banken von der Subprime-Krise betroffen sind. Die Struktur europäischer Banken ist wesentlich intransparenter, als die amerikanischer Institute. Bekannt ist, dass beispielsweise in Deutschland die beiden Bankhäuser IKB Deutsche Industriebank und Sachsen LB durch die Subprime-Krise in existenzbedrohende Krisen gebracht wurden. Auch die Schweizer Bank UBS ist betroffen: Bis Dezember 2007 verzeichnete die UBS insgesamt USD 14 Milliarden an Abschreibungen.⁵

In Großbritannien führte die durch die Subprime-Krise ausgelöste Vertrauenskrise dazu, dass sich die viertgrößte britische Hypothekbank, Northern Rock, nicht mehr bei ande-

ren Banken refinanzieren konnte. Kunden der Bank verloren das Vertrauen in die Sicherheit ihrer Einlagen und zogen im September 2007 innerhalb von wenigen Tagen 3 Milliarden Pfund aus dem Geldhaus ab.

► Ausblick US-Wirtschaft

Nach schwachen ISM-Index-, Arbeitsmarkt- und Einzelhandelszahlen argumentieren Wirtschaftswissenschaftler zunehmend negativ: Die Frage scheint nicht mehr zu sein, ob eine Rezession eintritt, diskutiert wird nur noch deren Länge und Intensität. Die Prognosen der großen Anlagehäuser liegen für das US-Gesamtjahreswirtschaftswachstum 2008 zwischen 1% und 2%. Selbst die optimistischsten Analysten halten eine Abschwächung der US-Wirtschaft für wahrscheinlich und erwarten ein unterdurchschnittliches, aber kein negatives Wachstum – also eine „weiche Landung“ der US-Wirtschaft.

Andere Häuser sehen die Lage deutlich pessimistischer. Morgan Stanley und Goldman Sachs erhöhen aktuell ihre Prognosen für eine US-Rezession. Morgan Stanley warnte bereits Ende Dezember 2007, dass es bereits zu spät sei, eine Rezession in den Vereinigten Staaten zu stoppen.⁶

Der schwächer werdende Wohnungsmarkt, einfrierende Kreditmärkte, sinkende Konsumausgaben und steigende Ölpreise unterstützen das Rezessionsszenario. Gefährlich wird es, wenn die Wirtschaftsabschwächung von einer steigenden Inflation begleitet wird (Stagflation): Während einer Stagflation ist es einer Notenbank kaum möglich, durch zinspolitische Maßnahmen die Wirtschaft anzukurbeln, da gleichzeitig das Preisniveau steigen würde. Der US-Notenbank wären in einem solchen wirtschaftspolitischen Dilemma die Hände gebunden. In unserem Szenario bleiben die Unternehmensergebnisse



weitgehend stabil und deshalb die Aktienmarktbewertungen günstig. Weiterhin hohe Exporte und eine Stabilisierung am Arbeitsmarkt werden die aus dem schwachen US-Häusermarkt resultierenden negativen Effekte zum Teil kompensieren können. Die Rohstoffpreise werden sich – unserer Einschätzung nach – auf einem hohen Niveau stabilisieren, sodass der Inflationsdruck abnehmen wird.

Wichtig ist, dass die derzeitige Abschwächung in den USA im Wesentlichen auf deren schwachen Wohnungsmarkt zurückgeführt werden kann. Gleichzeitig ist das Konsumverhalten der US-Wirtschaft relativ stabil geblieben.

Die Federal Reserve wird deshalb beherzte Zinssenkungen durchführen und eine ausreichende Versorgung des Finanzsystems mit Liquidität sicherstellen. Zuletzt senkte die FED am 22. Januar 2008 in einer außerordentlichen Sitzung den Leitzins um 0,75 %. Die globalen Aktienkurse reagierten spürbar auf diese Entscheidung. Somit erwarten wir eine leichte Erholung der US-Wirtschaft im Jahresverlauf und insgesamt bis Jahresende ein Wirtschaftswachstum in den USA von 1,5% - 2%. Damit sind wir etwas optimistischer, als der Markt.

► Auswirkungen auf die globalen Märkte

Interessant erscheinen uns außerdem die Auswirkungen einer Abkühlung der US-Wirtschaft auf die globale Wirtschaft. Insbesondere asiatische Volkswirtschaften zeigten sich bisher wenig von den Problemen in den USA beeindruckt. „Decoupling“ nennen das die Experten: das Abkoppeln von der bisherigen Wachstumslokomotive USA. Allerdings ist dabei zu beachten, dass erst bei einer spürbaren Abschwächung des US-Konsumverhaltens sich dies deutlich auf die Exporte aus Asien und damit auch auf das wirtschaftliche Wachstum dieser Länder auswirken wird. Der reale Stresstest

für asiatische Volkswirtschaften könnte daher noch bevorstehen.

Für eine gewisse Abkopplung der asiatischen Märkte spricht die Zunahme der Exporte nach Europa. Damit könnte im Falle einer US-Abkühlung ein mögliches Nachfragedefizit teilweise kompensiert werden. Die Zahl der chinesischen Exporte bspw. in EU-Länder hat sich in den letzten Jahren beachtlich erhöht und liegt heute bei 20 % – Tendenz steigend. Die Exporte in die USA blieben unterdessen unverändert bei 21 %. Damit würde eine Abkühlung der US-Wirtschaft im ersten Halbjahr 2008 geringe Auswirkungen auf die asiatischen Volkswirtschaften haben; vorausgesetzt die restliche Weltwirtschaft wächst kontinuierlich weiter, um mögliche Exportverluste zu den USA auszugleichen. Abbildung 8 verdeutlicht das stärkere Wachstum der chinesischen Exporte nach Europa im Vergleich zu Exporten nach Nordamerika. Nach diesem Szenario würde sich die globale Wirtschaft 2008 nur unwesentlich abschwächen.

Mittelfristig ist es jedoch für die asiatischen Schwellenländer eine strategische Fragestellung, ob es ihnen gelingt, die Inlandsnachfrage ebenfalls zu stärken.

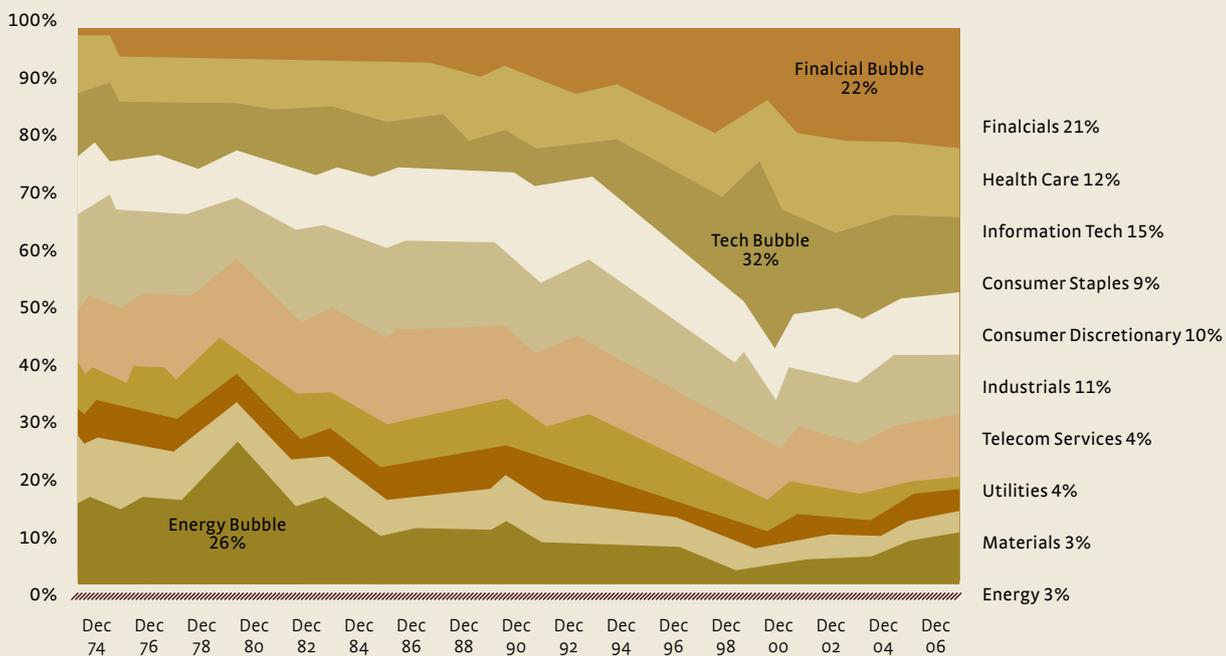
► Markteinschätzung

Die globalen Aktienmärkte sehen wir auf Jahressicht leicht positiv. Unserer Einschätzung nach profitieren die Märkte von der zum Jahresende rückkehrenden Konjunkturzuversicht.

Korrespondierend zu einer Erholung am Aktienmarkt und sinkender Risikoaversion, rechnen wir mit steigenden Renditen bei Renten; im Bereich Währungen gehen wir bei den aktuellen Unsicherheiten nicht von einem Trendbruch in der Entwicklung des US-Dollars aus. Asiatische Währungen hingegen werden die strategische Aufwertung gegenüber dem US-Dollar fortsetzen.

III. HEDGEFONDS-STRATEGIEN 2008

Abb. 9 ← S&P Sektor-Kapitalisierung seit 1974



Quelle: Harcourt AG, Compustat, Goldman Sachs Research Estimates

► Positionierung bei Equity-Hedge-Managern entscheidend

Wegen der derzeitigen Unsicherheiten an den Finanzmärkten sehen wir für das Jahr 2008 im gesamten Equity-Hedge-Bereich weiterhin gute Investitionsmöglichkeiten. Die aus den Verwerfungen an den Aktienmärkten resultierende Ineffizienz und Dislokation wird Hedgefonds in diesem Stilsegment gute Möglichkeiten bieten.

Fällt die globale Abschwächung stärker aus, als dies die ohnehin pessimistische Marktmeinung annimmt, dann würden Aktien belastet werden. In einem solchen Szenario könnten Net-Short- oder auch Dedicated-Short-Manager einen entscheidenden Beitrag in Dach-Hedgefonds-Portfolios leisten. Bereits in den ersten Wochen des Jahres zählten Hedgefonds in diesem Segment zu den besten Performern.

Ein positives Umfeld für traditionelle Long/Short-Manager sehen wir vor allem dann, wenn es im Jahresverlauf zu ei-

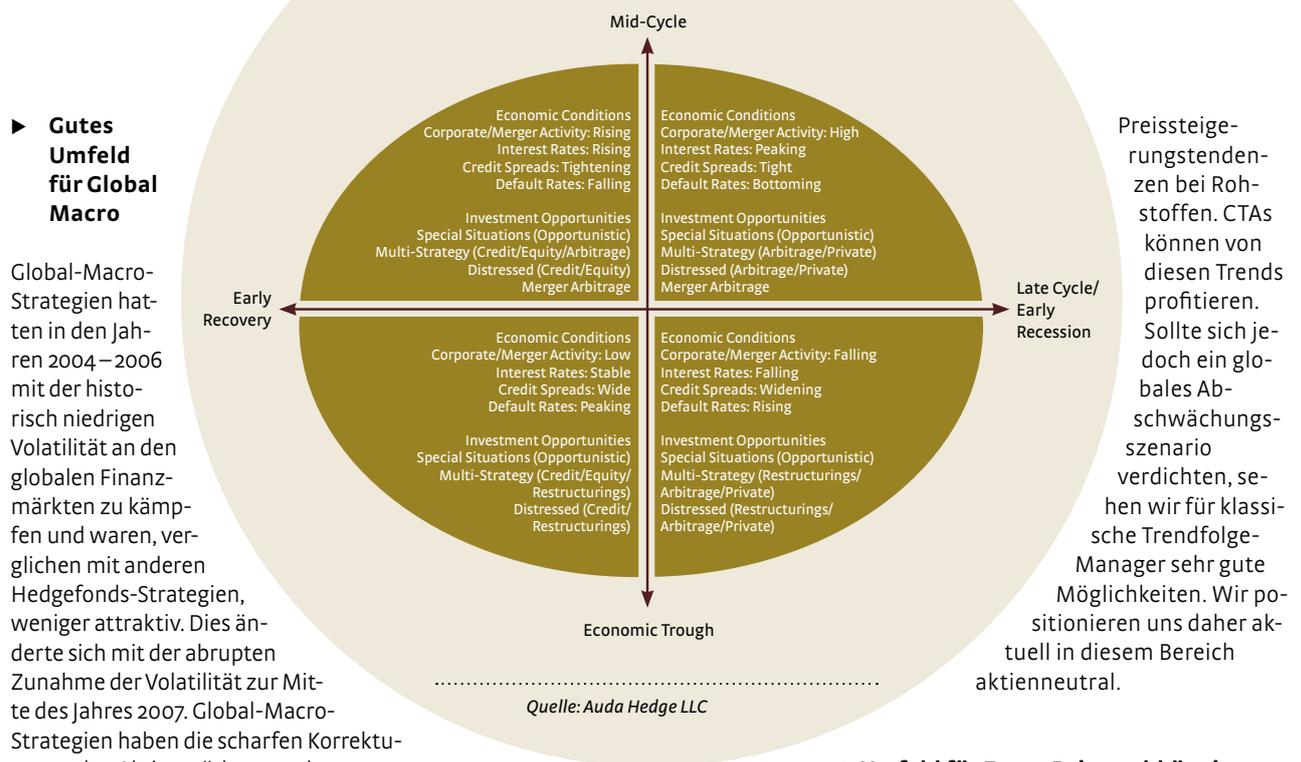
ner Erholung an den Finanzmärkten kommen sollte. Wichtig sind die Positionierung und der generelle Ansatz des jeweiligen Managers und damit sind im Jahr 2008 regional und thematisch breit aufgestellte Manager vielversprechend.

Vorsichtig verhalten wir uns gegenüber directionalen Managern mit Investment-Fokus USA, insbesondere, wenn diese zum jetzigen Zeitpunkt auf steigende Finanzwerte setzen. Dort erscheinen uns die Unsicherheiten aktuell zu hoch und die Frage, nach einer Blasenbildung im Bereich Financials ist durchaus zulässig (Abb. 9).

Über einen Einstieg in diesen Bereich sollte erst nachgedacht werden, wenn sich die Unsicherheit hinsichtlich der Auswirkungen der Subprime-Krise reduziert hat.

Long/Short-Manager mit regionalem Fokus auf Asien halten wir weiterhin für attraktiv, da wir derzeit von einer partiellen Abkopplung dieser Region ausgehen. Interessant sind auch die Entwicklungen der Hedgefonds-Industrie in den aufstrebenden Volkswirtschaften Lateinamerikas und Osteuropas.

Abb. 10 ← Event Driven Investitionsmöglichkeiten im Konjunkturzyklus



► **Gutes Umfeld für Global Macro**

Global-Macro-Strategien hatten in den Jahren 2004–2006 mit der historisch niedrigen Volatilität an den globalen Finanzmärkten zu kämpfen und waren, verglichen mit anderen Hedgefonds-Strategien, weniger attraktiv. Dies änderte sich mit der abrupten Zunahme der Volatilität zur Mitte des Jahres 2007. Global-Macro-Strategien haben die scharfen Korrekturen an den Aktienmärkten am besten überstanden und zählten zu den erfolgreichsten Strategien im abgelaufenen Jahr. Viele der Manager reduzierten das Aktien-Exposure in der zweiten Jahreshälfte 2008 und konnten sich so den Rückschlägen an den Märkten entziehen. Aus unserer Sicht ist eine Abnahme der Volatilität erst wahrscheinlich, wenn sich die Unsicherheiten in Bezug auf die Kreditmärkte reduzieren. Daher rechnen wir für das Jahr 2008 innerhalb des Strategiesegments mit guten Resultaten. Global-Macro-Manager könnten insbesondere im ersten Halbjahr von directionalen Bewegungen in den Positionen Renten, Währungen und Rohstoffe profitieren. Derzeit favorisieren wir Manager mit einem aktienneutralen Ansatz.

► **Short-Term-Trendfolge-Strategien nutzen Volatilität**

Unserer Einschätzung nach, müssen wir vorerst von rauen, sich verändernden Marktbedingungen ausgehen und bevorzugen daher kurzfristige Trendfolgemodelle. Dazu zählen wir zum Beispiel die Bereiche Währungen und Rohstoffe, die einen lukrativen Trend darstellen.

Bei den anhaltenden Unsicherheiten muss man jedoch mit einem weiteren Preisverfall beim US-Dollar rechnen. Auch wenn das aktuelle Konjunkturmodell die Fortsetzung der Konsolidierungsbewegung bei Rohöl unterstützt, spricht die Angebots/Nachfrage-Situation nicht für ein Ende der strukturellen

Preissteigerungstendenzen bei Rohstoffen. CTAs können von diesen Trends profitieren. Sollte sich jedoch ein globales Abschwächungsszenario verdichten, sehen wir für klassische Trendfolge-Manager sehr gute Möglichkeiten. Wir positionieren uns daher aktuell in diesem Bereich aktienneutral.

► **Umfeld für Event Driven abhängig vom Konjunkturszenario**

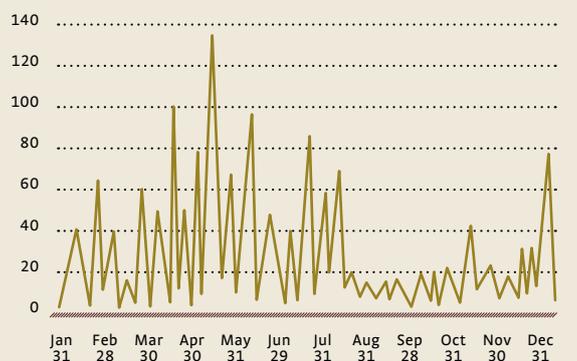
Gegenüber Event-Driven-Strategien sind wir zunehmend vorsichtiger. Vor allem das Umfeld für Merger-Arbitrage-Strategien könnte sich aufgrund schlechter Konjunkturdaten und abnehmender M&A-Aktivitäten (Abb. 11) im Laufe des Jahres eintrüben. Auf der anderen Seite würden sich dann für Multi-Strategie- und Distressed-Manager neue Möglichkeiten eröffnen, attraktive Renditen zu generieren.

Abbildung 10 verdeutlicht das Zusammenspiel zwischen klassischem Konjunkturzyklus und den speziellen Event-Driven-Strategien. Es wird deutlich, dass sich eine Marktlage wie derzeit in den USA – mit sinkenden Zinsen sowie steigenden Kreditrisiken – negativ auf M&A-Aktivitäten auswirkt. Zumindest für den US-amerikanischen Markt ist davon auszugehen, dass zu Beginn des Jahres 2008 für Merger-Arbitrage-Manager ein abgeschwächtes Marktumfeld bestehen wird.

Für Europa und Asien sind wir gegenüber diesem Strategiesegment positiver eingestellt. Im derzeitigen Umfeld bieten sich insbesondere für strategische Käufer gute Möglichkeiten. Distressed-Manager schätzen wir momentan noch neutral ein. In den USA könnte aufgrund der gestiegenen Ausfallraten die Strategierichtung bis Ende des Jahres an Bedeutung gewinnen.

Distressed-Manager könnten dann innerhalb der ereignisorientierten Strategien einen nicht unwesentlichen Beitrag zur Performance und Diversifikation leisten.

Abb. 11 ← M&A Aktivität 2007



Quelle: Bloomberg

► **Neutrale Positionierung im Bereich Fixed Income**

Credit-Manager hatten in den Sommermonaten 2007 deutliche Verluste zu verzeichnen, als sich die Credit-Spreads markant ausweiteten. Ökonomische Verwerfungen bilden für diese Manager das größte Risiko, da typischerweise auf eine Einengung der Credit-Spreads spekuliert wird. Aufgrund der derzeitigen Unsicherheiten sehen wir direktionale Manager im Bereich Fixed Income negativ.

Möglichkeiten eröffnen sich vor allem im Bereich Fixed Income-Relative-Value, insbesondere bei Zinsstrukturkurven-Arbitrage. Die US-Zinskurve verzeichnet gegenüber den letzten Monaten einen steileren Verlauf, da der durch die Geldpolitik bewirkte Rückgang der Renditen in den kürzeren Laufzeiten nicht mehr in vollem Umfang auf das lange Ende der Zinskurve durchschlägt. Stattdessen halten die Inflationserwartungen die Nominalrenditen hier relativ hoch.

Von der erwarteten Entwicklung der Zinskurve können Hedgefonds profitieren. In der Summe stehen wir dem Bereich Fixed Income neutral gegenüber. ★

VI. FAZIT

Nach unserer Einschätzung bleibt die Lage an den Finanzmärkten weiterhin volatil und die Risikoaversion aufseiten der Anleger daher sehr hoch. Event-Driven-Strategien schätzen wir zunehmend negativer ein. Vor allem das Umfeld für Merger Arbitrage hat sich aufgrund verschlechterter Kreditkonditionen und abnehmender M&A-Aktivitäten negativ entwickelt.

Der Fokus bei den aktienlastigen Strategien wird im Bereich Emerging Markets liegen. In den USA und Europa könnten Net-Short- oder auch Dedicated-Short-Manager zu Jahresbeginn einen Performance-Beitrag leisten. Aufgrund der gestiegenen Volatilität favorisieren wir weiterhin Global-Macro-Manager. Bei den Trendfolge-Managern präferieren wir kurzfristige Programme.

Strukturelle Trends sehen wir in den Bereichen Währungen und Rohstoffe, während wir dem Bereich Fixed Income neutral gegenüberstehen. Der Schwerpunkt in diesem Strategiesegment wird sich auf Relative-Value-Strategien verschieben.

In den letzten Jahren konnten Dach-Hedgefonds aufgrund steigender Märkte ihre Diversifikationseigenschaften im Vergleich zu Aktien kaum unter Beweis stellen. Die wesentlichen Performance-Treiber waren direktionale Strategien, die Bewegungen an den Finanzmärkten zur Wertentwicklung nutzten.

Insgesamt folgten diese Strategien einem ähnlichen Muster wie Aktienmärkte – auch bei kurzfristigen Korrekturen. Dies wird sich in den kommenden Monaten ändern, da der Schwerpunkt bei Dach-Hedgefonds auf marktneutralen Strategien liegen wird.

Im Jahresverlauf wird sich zeigen, dass sich Hedgefonds-Portfolios während eines Abwärtstrends an den Aktienmärkten als Instrument zur Portfoliodiversifikation eignen.

Tab. 2 ← Ausblick Hedgefonds-Strategien 2008

Equity-Hedge	Event Driven	Fixed Income	Relative Value	Global Macro	CTA
Positiv ↗	Neutral ←	Neutral ←	Neutral ←	Positiv ↗	Positiv ↗

Quelle: RISING STAR AG



RISING STAR

Invest with the best

Seestrasse 46
CH-8598 Bottighofen
Switzerland

Phone +41 71 68 69 400
Fax +41 71 68 69 415

E-Mail info@risingstar.ch
www.risingstar.ch

Rechtlicher Hinweis

Die Investoreninformationen repräsentieren keine Empfehlungen für den Kauf, Verkauf oder das Halten von Wertpapieren, Fonds oder sonstigen Vermögensgegenständen. Die Informationen sind nach bestem Wissen geprüft und aktualisiert. Dennoch kann es zu unbeabsichtigt fehlerhaften Darstellungen kommen. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten

Informationen kann daher nicht übernommen werden. Die Rising STAR AG lehnt jegliche Haftung für unmittelbare, konkrete oder sonstige Schäden, die im Zusammenhang mit den angebotenen oder sonstigen verfügbaren Informationen entstehen, ab.

Fußnoten

- 1 Quelle: Bloomberg, 3-Monats-Libor (Euro).
- 2 Quelle: Bloomberg, S&P/Case Shiller Home Price Index.
- 3 Quelle: Bloomberg Markets, January 2008.

4 Quelle: FAZ, 15. Januar 2008, Deutsche Bank, Bloomberg.

5 Quelle: Reuters

6 <http://www.telegraph.co.uk/money/main.jhtml?view=DETAILS&grid=A1YourView&xml=/money/2007/12/11/cnusa111.xml>