

Wall-Street-Notizen

Ungelöste Probleme im Bankensektor

	Freitags-Schluss (17. 4.)	5 Tage in %	1 Jahr in %	5 Jahre in %
Dow Jones	8131	0.91	-36.72	-21.17
S&P 500	870	1.27	-37.45	-22.23
Nasdaq	1673	1.20	-30.38	-15.44

Quelle: Bloomberg

dek. (New York) Irgendeinmal werden auch die Banken wieder profitabel sein. In den USA ist das offenbar sogar schon am Werden. Nach Wells Fargo haben jüngst auch JP Morgan und Goldman Sachs gute Zahlen veröffentlicht, und selbst die Citigroup-Führung hat es geschafft, zumindest einen theoretischen Gewinn aus der Bank herauszupressen. Die Resultate sind zwar keine grosse Überraschung mehr, nachdem die Bankmanager schon seit Wochen direkt oder indirekt gute Zahlen signalisiert haben. Typischerweise halten sich die Unternehmenslenker von börsenkotierten Firmen mit Aussagen über den Geschäftsverlauf während des Quartals zurück. Doch im amerikanischen Bankengeschäft werden die Regeln derzeit breit ausgelegt. Das gilt auch für die Lockerung der Buchführungsregeln, die laut Analytikern mit ein Grund sind für die guten Resultate. Nebst Buchhaltungstricks und anderen kosmetischen Anpassungen haben die Banken jedoch in den letzten Monaten tatsächlich gutes Geld verdient. Dank hohen Volumen am Bondmarkt ist das Handelsgeschäft wieder etwas in Schwung gekommen, und die tiefen Zinsen haben auch den Hypothekensektor belebt.

Zwei Probleme bleiben jedoch ungelöst. Zum einen erwarten die Auguren zunehmende Verluste im Geschäft mit Commercial Real Estate (CRE), das sind Geschäftsimmobilien wie Bürogebäude oder Shoppingcenter. Das Problem mit CRE ist, dass die Abschreibungen in den Bankbilanzen noch nicht im grossen Stil stattgefunden haben. Spricht man jedoch mit den Akteuren der Branche, so sind auch hier hohe Verluste zu erwarten, was laut Analytikern zu weiteren Abschreibungen der Banken führen könnte. Zum anderen dürften die Banken jüngst neue Buchführungsregeln verwenden, nach denen sie ihre Vermögenswerte nicht mehr zum Marktwert in der Bilanz angeben müssen. Sie können die Vermögenswerte nach eigenen Annahmen und Modellen bewerten und entsprechend verbuchen.

Ob diese Methode – im Jargon auch Fair Value genannt – wirklich so gut ist für die Aktionäre, ist jedoch fraglich. Das Problem mit dem Fair Value ist, dass die Banken selbst bestimmen, was dieser Wert sein soll, und so natürlich im Fall von Verlusten wenig Anreiz haben, diese zu buchen. Als Folge davon laufen die Banken Gefahr, in eine Art japanischen Winterschlaf zu fallen – ähnlich also wie die japanischen Banken in den neunziger Jahren, als sie hohe Verluste in den Büchern hielten, ohne diese abzuschreiben. In diesem Fall dürfte der Bankensektor noch längere Zeit als Konjunkturbremse fungieren. Der Vorteil der Fair-Value-Methode gegenüber der Mark-to-Market-Regel ist, dass die Banken nicht in einen Teufelskreis geraten, bei dem sie aufgrund von fallenden Immobilienwerten gezwungen werden, neues Aktienkapital aufzunehmen, was den Wert der bestehenden Aktien dann noch weiter unter Druck setzt. In Wall-Street-Kreisen herrscht die Meinung vor, dass die neuen Buchführungsregeln nicht unbedingt schlecht sind, solange der regulatorische Rahmen in Zukunft sicherstellt, dass die Banken transparent bleiben.

Aktien Europa

Kursrutsch um fast 4 Prozent

cae. Die europäischen Aktienmärkte haben am Montag auf breiter Front nachgegeben. Damit ist eine Phase von sechs Wochen mit Kursgewinnen beendet worden, während der mehrere europäische Börsenindizes um über 20% zugelegt hatten. Die Investoren scheinen diese jüngsten Anstiege für Gewinnmitnahmen genutzt zu haben. Der europäische Stoxx-50-Index verlor 3,9%. Die europäischen Bankaktien gerieten durch die Quartalszahlen des US-Konkurrenten Bank of America besonders unter Druck. Zwar lag das Ergebnis über den Markterwartungen, doch der Ausblick auf die unmittelbare Zukunft, den das Finanzinstitut gab, war so zurückhaltend, dass die Anleger Bankaktien abstiessen.

Weitere Marktberichte Seite 26 und 27

INHALT

Marktübersicht/Devisen	26
Aktien Schweiz	27
Aktien Europa/Eurex	28
Aktien Amerika	29
Aktien Asien und Rohwaren	30
Optionsscheine	31
Obligationen/Zinsen	32

UBS vor Rückzug aus Hedge-Funds-Geschäft?

Mögliches Management-Buyout der Sparte Alternative Investments

Für die Hedge-Funds-Sparte der UBS soll ein Angebot für ein Management-Buyout auf dem Tisch liegen. Ein Verkauf würde in das Geschehen passen, da die Grossbank Risiken abbauen will.

feb. Die UBS prüft offenbar einen Verkauf ihres Hedge-Funds-Geschäftsbereichs «Alternative & Quantitative Investments» («A & Q») oder zumindest von Teilen davon. Wie aus Finanzkrisen verlautete, soll gegenwärtig ein Angebot für ein Management-Buyout (MBO) für «A & Q» oder einzelne Bereiche davon vorliegen. Bei einem MBO kauft das Management eines Unternehmens die Mehrheit des Kapitals von den bestehenden Eigentümern. Eine UBS-Sprecherin kommentierte die Informationen der NZZ am Montag nicht. Vertreter von «A & Q» waren nicht zu erreichen. Der Verkauf würde ins derzeitige Geschehen passen, da die neue Führung der kriselnden UBS unter Verwaltungsratspräsident Kaspar Villiger und CEO Oswald Grübel bereits angekündigt hat, die Geschäftsausrichtung der Bank zu fokussieren und das Risiko zu senken. In diesem Zusammenhang ist auch der am Montag angekündigte Verkauf des Brasilien-Geschäfts, der UBS Pactual, zu sehen.

Weltweit grösster Hedge-Funds-Investor

«A & Q» kommt auf ein investiertes Vermögen von mehr als 39 Mrd. \$ und ist laut Fachmagazinen der weltweit grösste Investor in Hedge-Funds. Die Einheit gehört zur Sparte UBS Global Asset Management und wird von Joseph Scoby geführt. Wie den gesamten Hedge-Fund-Sektor

hat der Einbruch an den Finanzmärkten auch «A & Q» gebeutelt. Angesichts der anhaltend schwierigen Lage an den Märkten könnte das Management nun eine Gelegenheit wittern, um bei einem Kauf des Geschäftsbereichs einen guten Preis zu erzielen, hiess es am Markt. Die UBS-Einheit bietet sowohl Einzel- als auch Dach-Hedge-Funds an, was in der Vergangenheit zu einiger Kritik geführt hat. Beobachter befürchteten Interessenkonflikte dadurch, dass die haus-eigenen Hedge-Funds der Einheit auch in die Dachfonds integriert würden.

Die Fäden laufen in den USA zusammen

Zu dem Bereich gehören der Hedge-Fund-Anbieter O'Connor, die auf Dach-Hedge-Funds spezialisierte Alternative Investment Solutions (AIS) sowie der Vermögensverwalter und -berater Alternative Funds Advisory (AFA). O'Connor verwaltete zu Beginn dieses Jahres ein Vermögen von 5,4 Mrd. \$ und hat Büros in Chicago, London, New York und Hongkong. AIS ist in Stamford im amerikanischen Bundesstaat Connecticut domiziliert und verwaltete zu Jahresbeginn 25,3 Mrd. \$. Die in Zürich ansässige, aus dem Geschäft mit Pensionskassen hervorgegangene AFA kam Anfang Jahr auf ein Vermögen von 8,7 Mrd. \$. Laut der UBS-Website hat «A & Q» weltweit rund 350 Mitarbeiter. Scoby kam Anfang der neunziger Jahre durch die Übernahme von O'Connor zur UBS und gilt als brillanter Derivate-Spezialist. Bis Anfang November letzten Jahres fungierte er rund ein Jahr lang als Group Chief Risk Officer der UBS und wechselte danach zurück ins Global Asset Management.

Wirtschaft Seite 17, «Reflexe» Seite 24

Rezessionen bieten gute Einstiegschancen

Überdurchschnittliche Aktienrendite nach Wirtschaftsabschwüngen

Von Anastassios Frangulidis und Thomas Eyer*

Die Rezession hat an den Börsen zu einer der heftigsten Preiskorrekturen der Geschichte geführt. In Erwartung einer graduellen Konjunkturerholung bieten sich langfristigen Anlegern gute Chancen.

Die vergangenen beiden Jahre werden den Aktienanlegern kaum in guter Erinnerung bleiben. Der Schweizer Aktienmarkt hat eine der grössten Korrekturen der Geschichte erfahren. Der breit gefasste Swiss-Performance-Index (SPI) verzeichnete seit dem Höchststand im Juni 2007 bis zum Tiefpunkt im März 2009 ein Minus von 53%. Ähnlich wie der SPI hat auch der bekannteste Aktienindex, der amerikanische S&P 500, massiv an Wert eingebüsst. Die Preisentwicklung bei diesem Leitindex ist für viele andere Indizes, darunter auch für den SPI, von grosser Bedeutung.

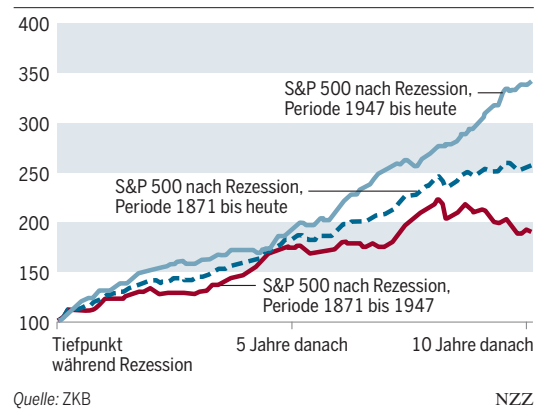
Abschwünge dauern tendenziell kürzer

In den vergangenen rund 150 Jahren hat es immer wieder Phasen des konjunkturellen Auf- und Abschwungs gegeben. Gemäss dem amerikanischen National Bureau of Economic Research (NBER) kam es im Zeitraum von 1854 bis 2001 in den USA zu 32 Rezessionen. Davon entfielen 16 auf die Periode von 1854 bis 1919, 6 auf die Jahre 1920 bis 1945 und 10 auf die Zeit von 1946 bis 2001. Im Durchschnitt währte eine Rezession 17 Monate, wobei nach dem Zweiten Weltkrieg die Rezessionsdauer mit 10 Monaten deutlich kürzer ausfiel als in der Periode zuvor.

Von den 32 Rezessionen waren 2 aussergewöhnlich lang. Die längste dauerte 65 Monate, sie begann 1873 und endete 1879. Die zweitlängste, aber mit Abstand bekannteste ist die Grosse Depression der dreissiger Jahre des letzten Jahrhunderts. Sie drosselte die Konjunktur 43 Monate lang (1929 bis 1933) und führte zum grössten Aktienmarktcrash der Geschichte der USA. Ähnlich wie damals sind auch diesmal exzessive Kreditvergaben und Spekulationen im amerikanischen Immobilienmarkt für die Finanzmarkt- und Konjunkturkrise verantwortlich. Im Gegensatz zur restriktiven wirtschaftspolitischen Reaktion in den 1930er Jahren, welche den damaligen konjunkturellen Abschwung verschärfte, haben die Notenbanken und Regierungen aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt und bei dieser Krise früh und stark expansiv reagiert. Welche Wirkung die Massnahmen zeigen werden, ist zurzeit noch offen.

Was in früheren Rezessionen aber oft der Fall war und auch in dieser Krise Gültigkeit hat, ist der parallele Verlauf von Konjunktur und Aktienmarkt. Während in Phasen konjunkturellen Aufschwungs die Aktienmärkte steigen, korrigieren sie in Phasen abnehmender wirtschaftlicher Tätigkeit. Da die Aktienmärkte eine wirtschaftliche Erholung meistens ein paar Monate antizipieren, steigen die Chancen eines Anstiegs der Aktienmärkte gegen Ende einer Rezession zunehmend. Ein Einstieg in den S&P 500 beim jeweiligen

Starke Aktienperformance nach Rezessionen



Tiefpunkt einer rezessiven Phase hätte in der Vergangenheit über die folgenden 10 Jahre zu einer jährlichen Rendite von etwa 10% geführt (vgl. Grafik). Sie fiel nach dem Zweiten Weltkrieg mit 13% sogar noch deutlich höher aus als in der Vorkriegsperiode (7%).

Rekordverdächtige Preiskorrektur

In fast jeder Rezession sind die Unternehmensgewinne geschrumpft. Die gegenwärtige Gewinnrezession ist aber in jeglicher Hinsicht ganz besonders. In den USA ist es bereits zu einer Gewinnkorrektur von etwa 55% gekommen. Damit ist die derzeitige Gewinnrezession die zweitgrösste, die es bisher gegeben hat. Über alle Rezessionen gesehen haben die Gewinne im Durchschnitt real um 16% korrigiert. Nur in den 1930er Jahren war der Rückgang mit 65% noch ausgeprägter. Die Geschwindigkeit der gegenwärtigen Gewinnreduktion ist aber einmalig. Hauptverantwortlich dafür sind die Finanzinstitute. Sie haben in sehr kurzer Zeit massive Abschreibungen vornehmen und damit äusserst hohe Verluste hinnehmen müssen. Man darf aber nicht vergessen, dass Gewinne eine zyklische Grösse sind. Sobald sich die wirtschaftliche Lage wieder bessert, werden auch die Gewinne wieder steigen. Dies gilt auch für die Finanzunternehmen.

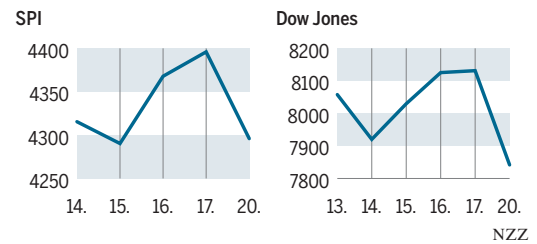
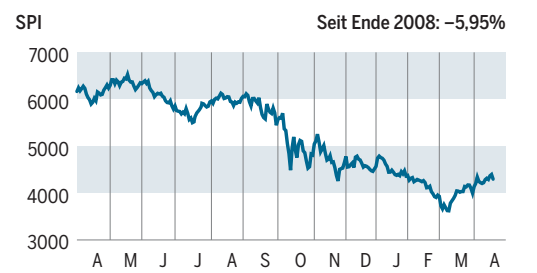
Auch bei den Aktienbewertungen war in den vergangenen Monaten eine der grössten je aufgezeichneten Korrekturen beobachtbar. Befand sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis des US-Aktienmarktes – wie auch dasjenige der meisten entwickelten Länder – Ende der 90er Jahre noch auf dem höchsten je gemessenen Niveau, kann man es heute als tief bezeichnen. Dies ist wenig überraschend. In früheren rezessiven Phasen kam es nämlich oft zu tiefen Aktienbewertungen. Je tiefer sie ausfielen, desto höher war der Indexanstieg bei der darauffolgenden Konjunkturerholung. Die derzeitige Rezession hat, wie dies auch in der Vergangenheit öfters der Fall war, zu deutlich tieferen Gewinnen und Bewertungen geführt. Unter der Annahme, dass es der Wirtschaftspolitik gelingt, mit Hilfe einer stark expansiven Geld- und Fiskalpolitik eine lange deflationäre Entwicklung zu vermeiden, ergeben sich für langfristig orientierte Aktienanleger voraussichtlich attraktive Einstiegschancen. Dabei ein optimales Timing zu erwischen, ist aber immer schwierig.

* Anastassios Frangulidis ist Leiter der Abteilung Volkswirtschaft und Anlagestrategie International im Investment Research der Zürcher Kantonalbank, und Thomas Eyer arbeitet im Investment Research der Zürcher Kantonalbank.

Kennzahlen auf einen Blick

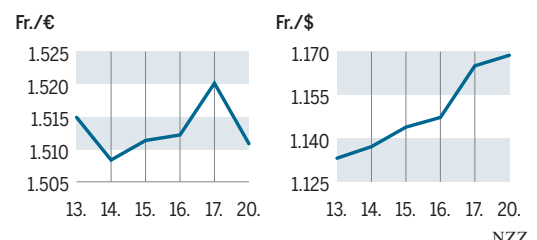
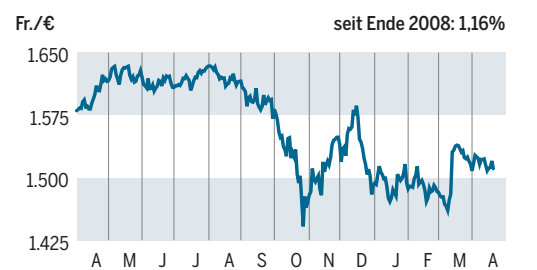
	Vortag	Schluss	Veränderung
SMI	5192.63	5065.18	-2.45%
Dow Jones	8131.33	7841.73	-3.56%
Nikkei 225	8907.58	8924.75	0.19%
Euro in Franken (18.45 Uhr)	1.5221	1.5113	-1.09 Rp.
Dollar in Franken (18.45 Uhr)	1.1674	1.1699	0.26 Rp.
Erdöl (WTI, in \$)	50.33	45.88	-4.45 \$
Gold (Fr./kg)	32674	33392	718 Fr.

Aktienmärkte



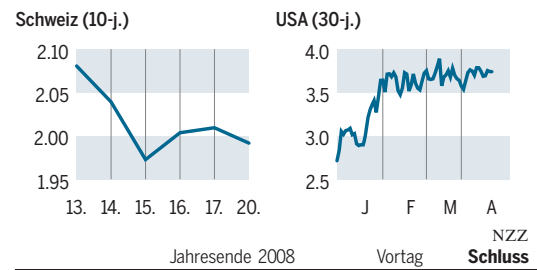
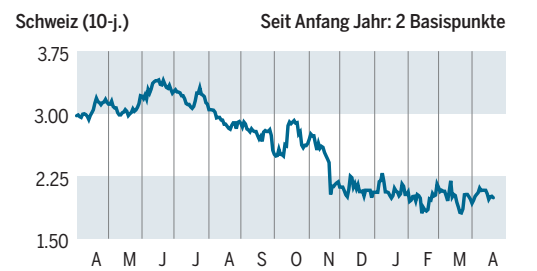
	Vortag	Schluss	Veränderung
Schweiz			
SPI	4395.91	4295.95	-2.27%
Vereinigte Staaten			
S&P 500	869.60	832.39	-4.28%
Nasdaq	1673.07	1608.21	-3.88%
Europa			
Stoxx 50	1996.04	1931.76	-3.22%
Euro-Stoxx 50	2341.15	2249.44	-3.92%
Stoxx Gesamt	196.96	189.93	-3.57%
Grossbritannien			
FTSE 100	4092.80	3990.86	-2.49%
Deutschland			
DAX Xetra	4676.84	4486.30	-4.07%
Frankreich			
CAC 40	3091.96	2969.40	-3.96%

Devisenmärkte



Kurse 18.45 Uhr	Vortag	Schluss	Veränderung
Euro			
in Dollar	1.3040	1.2918	-1.22 Cent
in Yen	129.29	126.69	-2.60 Yen
Dollar			
in Yen	99.16	98.07	-1.09 Yen
Pfund			
in Franken	1.7252	1.7008	-2.44 Rp.
Yen (100)			
in Franken	1.1771	1.1929	1.58 Rp.
Franken (100)			
in Euro	65.7141	66.1739	45.98 Cent
in Dollar	85.6715	85.4701	-20.14 Cent

Geld- und Kapitalmärkte



	Jahresende 2008	Vortag	Schluss
Geldmarkt (3 Monate)			
Franken-Libor	0.67%	0.40%	0.40%
Euribor	2.93%	1.41%	1.41%
Dollar-Libor	1.44%	1.10%	1.10%
Yen-Libor	0.84%	0.56%	0.56%
Kapitalmarkt (Benchmark-Anleihen)			
Schweiz (10-j.)	2.06%	2.16%	2.08%
Deutschland (10-j.)	2.92%	3.08%	3.14%
Grossbritannien (10-j.)	3.11%	3.11%	3.00%
USA (10-j.)	2.07%	2.84%	2.72%
Japan (10-j.)	1.51%	1.37%	1.36%