

# Trends

Sommer 2008

## Neubeginn

**Asset Allocation** Zurück zur Normalität (?)

**Equity Global** Sicherheit als Dienstleistung – Entwickelt sich ein neuer Trend?

**Alternative Investments – Replication Strategies**  
Alternative Beta-Strategien auf dem Vormarsch

**Dossier**

**Neubeginn.** Aktueller Inflationsanstieg: Grund zur Sorge oder vorübergehendes Problem aufgrund hoher Rohstoffpreise?

# Inhalt

Asset Allocation	04	Zurück zur Normalität (?)
Asset Allocation	05	Outlook
Macro Global	06	Keine markante Kontraktion in den USA, Fed legt vorerst Pause ein
Equity Global	08	Sicherheit als Dienstleistung – entwickelt sich ein neuer Trend?
Equity EU	09	Europäischer Aktienmarkt: Aufwärtstrend setzt sich fort
Fixed Income Global	10	Kurzfristig höhere Zinsen erwartet, obwohl noch kein definitives Ende der Hausse des US-Anleihenmarktes in Sicht ist
<b>Dossier</b>	<b>11</b>	<b>Neubeginn.</b> Gibt der jüngste Inflationsanstieg Anlass zur Sorge oder handelt es sich nur um ein vorübergehendes Problem, das durch die hohen Rohstoffpreise verursacht wird?
Fixed Income EUR	15	Zinssenkungen in der Eurozone könnten stärker als erwartet ausfallen
Emerging Markets	16	Schwellenmarktanleihen: Auf jeden Fall attraktiv?
Alternative Investments – Replication Strategies	18	Alternative Beta-Strategien auf dem Vormarsch
Alternative Investments – Real Estate	21	Diversifikation mit Immobilienanlagen



Nicht nur in der Natur steht die noch verschlossene Blüte symbolisch für den Beginn eines neuen Zeitabschnittes.

## Editorial



**Arun Ratra**  
Chief Investment Officer

Arun Ratra ist Managing Director im Asset Management der Credit Suisse in Zürich. Im Bereich Multi Asset Class Solutions (MACS) bekleidet er die Funktion des Chief Investment Officer.

Liebe Leser,

ein Neubeginn birgt viele Chancen, aber auch Herausforderungen. Erfahrungen aus der Vergangenheit, kombiniert mit neuen Möglichkeiten, lassen sich oft gewinnbringend vereinen. Die Finanzmärkte haben seit jeher auf diesen Mechanismus vertraut.

Die vorliegende Ausgabe von **Trends** widmet sich dem Thema «Neubeginn» und setzt sich mit der Aufbruchstimmung sowie neuen Investments auseinander und zeigt Ausrichtungen in alternative Anlagestrategien auf.

Wir hoffen, dass Ihnen die vorliegende Ausgabe von **Trends** wertvolle Denkanstöße für neue Anlagemöglichkeiten gibt. Wir wünschen Ihnen eine interessante Lektüre.

Freundliche Grüße

Arun Ratra  
Chief Investment Officer

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Arun Ratra', with a long horizontal stroke extending to the right.

i

Wir freuen uns über Ihre Kommentare und Anregungen zur Trends-Publikation oder den einzelnen Artikeln.

[am.europeanmarketing@credit-suisse.com](mailto:am.europeanmarketing@credit-suisse.com)

# Asset Allocation

## Zurück zur Normalität (?)

Patrick Bucher, Investment Strategy

**Nach einem regelrechten Ausverkauf hat sich die Situation an den Finanzmärkten wieder deutlich beruhigt. Auch wenn in vielen Marktsegmenten der Weg zurück zu «business as usual» noch einige Zeit in Anspruch nehmen dürfte, hat sich die Risikobereitschaft der Investoren in den letzten Wochen deutlich erhöht. Ungerechtfertigte Euphorie oder das Ende der Krise?**

In den letzten Wochen überwogen für einmal die positiven Überraschungen zur Verfassung der Wirtschaft. Insbesondere Szenarien eines massiven Einbruchs in den USA wurden nicht bestätigt. Dies hat viele Investoren auf dem falschen Fuß erwischt. Wir hatten in der letzten Ausgabe von Trends im April vermerkt, dass das Ausmaß des Pessimismus einen Level erreicht hatte, welcher eigentlich nur eine Erholung der Kredit- und Aktienmärkte bedeuten konnte. Wer das Re-Balancing seiner Asset Allocation zu Tiefstkursen durchzog, sieht sich mit schönen Kursgewinnen belohnt. Und unsere nur wenig veränderten 12-Monats-Index-Prognosen für die Aktienmärkte, welche in der letzten Ausgabe mit Renditen von über 20% rechneten, scheinen aus heutiger Sicht

plötzlich wieder realistisch. Trotzdem wäre es falsch, die Krise nun abzuhaken. Insbesondere am US-Immobilienmarkt ist von einer Stabilisierung noch wenig zu sehen. Und solange die Häuserpreise rutschen, entstehen bei Konsumenten und Investoren weitere Verluste. Der relativ widerstandsfähige US-Konsum ist teilweise bloß die Folge einer gestiegenen Rechnung für das Befüllen des hungrigen Benzintanks. Die gute Nachricht ist zweifellos das Ausbleiben eines richtiggehenden Kollapses mit entsprechenden Folgen für die fragile Marktpsychologie. Die schlechte Nachricht ist, dass die Wachstumsraten in den USA als Folge des Immobilienrausches wohl für längere Zeit tief bleiben werden.

### Inflationssorgen

Mit der Erkenntnis, dass die Konjunktur nicht völlig einbricht, beginnen sich die Investoren langsam vermehrt Sorgen um die hartnäckigen Inflationsraten zu machen. Sogar die vielgescholtene EZB erscheint plötzlich in einem anderen Licht. Würde den Währungshütern an den Finanzmärkten bis vor kurzem völliger Realitätsverlust unterstellt, nimmt man langsam zur Kenntnis, dass die stabilen Zinssätze dem aktuellen Preisdruck mög-

licherweise durchaus angemessen sind. Auch nach der Korrektur der letzten Wochen reflektieren die Preise für Staatsanleihen aber immer noch die Markterwartung, dass die rohstoffgetriebene Inflation ein temporäres Phänomen bleibt.

### Kaum veränderte Allokation

Für unsere Asset Allocation bedeutet dies, dass Anleihen weiterhin untergewichtet bleiben. Erstklassige Unternehmensanleihen zu sehr attraktiven Spreads können weiter zulasten von Government Bonds aufgebaut werden. Unsere Aktienübergewichtung liegt knapp auf den Niveaus der letzten Trends-Ausgabe. Dies bedeutet, dass wir einen Teil der Kursgewinne seit April wieder realisiert haben. Verkäufe nahmen wir in den USA vor, wo sich Hoffnungen auf eine Outperformance gegenüber europäischen Aktien nicht erfüllt haben. Die weitere Aktienkursentwicklung wird volatil bleiben. Unsere Sentiment-Indikatoren deuten an, dass die Zuversicht der Investoren schon deutlich gestiegen ist. Somit können in den nächsten Wochen auch Rückschläge nicht ausgeschlossen werden. Diese würden wir aber wiederum zu einer deutlicheren Aufstockung des Aktienübergewichtes nutzen.

### Musterportfolio Multi Asset Class Solutions für Pensionskassen

	EUR	GBP	USD	JPY	CAD/AUD/ Rohstoffe	Emerging Markets	Total
<b>Geldmarkt</b>	8,7% ▼	0,5%	0,0%	3,3% ▲			12,5% ▼
	10,0%	0,0%	0,0%	0,0%			10,0%
<b>Anleihen</b>	55,4% ▲	0,0%	0,0%	0,0%			55,4% ▲
	55,0%	1,0%	2,0%	2,0%			60,0%
<b>Aktien</b>	10,4% ▲	3,0% ▼	11,5% ▼	1,2%	3,7%	2,3%	32,2%
	10,0%	3,0%	12,0%	3,0%	2,0%	0,0%	30,0%
<b>Total</b>	74,5% ▲	3,5%	11,5% ▼	4,5% ▲	3,7%	2,3%	100,0%
	75,0%	4,0%	14,0%	5,0%	2,0%	0,0%	100,0%

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

Quelle: Credit Suisse

# Asset Allocation Outlook

Aktienmarkt	21.05.2008	12 Monate	Return in % (lokal)	in EUR
USA (S&P 500)	1391	1570	12,9	16,2
Deutschland (DAX)	7041	8200	16,5	16,5
Niederlande (AEX)	488	530	8,7	8,7
U.K. (FTSE 100)	6198	6800	9,7	9,7
Frankreich (CAC 40)	5011	5800	15,8	15,8
Italien (MIBTEL)	34090	39000	14,4	14,4
Spanien (IBEX 35)	13857	16000	15,5	15,5
Schweiz (SMI)	7574	9000	18,8	26,6
Japan (TOPIX)	1370	1500	9,5	25,0

Kapitalmarkt (10 Jahre)				
USD	3,84	4,10	1,9	4,8
CAD	3,58	3,90	1,2	4,9
AUD	6,45	6,30	7,4	5,8
JPY	1,68	1,70	1,5	15,9
EUR	4,30	4,20	5,0	5,0
GBP	4,95	4,70	6,8	6,8
CHF	3,03	3,10	2,5	9,1

Geldmarkt				
USD	2,66	2,10	2,4	5,4
CAD	3,25	2,70	3,0	6,7
AUD	7,83	7,40	7,7	6,0
JPY	0,91	0,70	0,8	15,2
EUR	4,85	3,60	4,4	4,4
GBP	5,85	4,70	5,4	5,4
CHF	2,77	2,80	2,8	9,5

Währungen				in EUR
USD	1,54	1,50	2,9	
CAD	1,55	1,50	3,6	
AUD	1,64	1,67	-1,5	
JPY	162,76	142,50	14,2	
CHF	1,62	1,52	6,5	
GBP	0,80	0,80	0,0	

Gold				Return in % (lokal)	in EUR
USD/oz	925	1050	13,5	16,8	

Quelle: Credit Suisse

## Macro Global

# Keine markante Kontraktion in den USA, Fed legt vorerst Pause ein

Thomas Herrmann, Global Economics & Forex Research

### ! Wussten Sie, dass ...?

Das US-Wachstum ist schwach, und eine robuste, nachhaltige Erholung ist unwahrscheinlich, denn die Wirtschaft wird nach wie vor durch wichtige Faktoren (insbesondere die Stimmung und die Ausgaben der Verbraucher) belastet.

Die Schwellenländer leiden weniger stark unter der US-Schwäche, da sich der Schock durch die Kreditkrise in Grenzen hielt und die Binnennachfrage robust ist.

Die Verluste und Wertberichtigungen der internationalen Banken im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise werden auf 380 Mrd. USD geschätzt. Gleichzeitig wurde neues Kapital in Höhe von 260 Mrd. USD aufgenommen. (Quelle: Bloomberg, Mai 2008)

Aufgrund der Abschwächung der Wirtschaft dürfte die Inflation nächstes Jahr in den Industrieländern wieder fallen, in den Entwicklungsländern dürfte sie jedoch aufgrund anhaltend robuster Aktivität hoch bleiben.

Die ersten Schätzungen des US-Bruttoinlandsprodukts im ersten Quartal deuten auf ein schwaches, aber leicht positives Wachstum hin. Ein deutliches Schrumpfen der US-Wirtschaft scheint zu diesem Zeitpunkt unwahrscheinlich, doch dürfte die Konjunktur in diesem und im nächsten Jahr unter dem Potenzial bleiben. Die geringere Nachfrage aus der größten Volkswirtschaft stellt den Rest der Welt weiter vor umfassende Herausforderungen. Ferner stehen zusätzliche Risiken wie die hartnäckig hohen Rohstoffpreise (Energie) und die nach oben schnellenden Lebensmittelpreise weiter im Zent-

rum der Aufmerksamkeit. Die Inflation der Lebensmittelpreise belastet vor allem die Schwellenländer, da dort ein größerer Anteil des durchschnittlich verfügbaren Haushaltseinkommens betroffen ist. Die verfügbaren Daten weisen jedoch darauf hin, dass der Schock durch die Kreditkrise die Schwellenländer wesentlich geringer trifft als Europa und die USA. Die robuste Binnennachfrage hilft den Schwellenländern immer noch, die Schwäche der USA zum Teil auszugleichen.

### US-Wachstum dürfte in den nächsten Quartalen schwach bleiben, Fed neutral

Aus den USA werden wieder etwas freundlichere Daten gemeldet. Die Stellenkürzungen sind rückläufig, und gemäß einer nationalen Umfrage verbessert sich das Geschäftsklima ebenfalls. Das Verbrauchervertrauen verharrt indes auf einem tiefen Niveau. Die hohen Energierechnungen schmälern die Kaufkraft, während die Auswirkungen der Kreditkrise anhalten dürften. Die innovativen Maßnahmen der Fed haben die Märkte in den letzten Monaten deutlich beruhigt und die Liquidität erhöht. Die sinkenden Finanzierungskosten sowie die stetigen Fortschritte der Banken bei der Erhöhung ihrer Eigenkapitalquoten tragen dazu bei, die verbundenen Abwärtsrisiken zu beschränken. Einstweilen ist aber eine Abschwächung, sowohl der Daten als auch der Märkte, wahrscheinlicher als eine deutliche Verbesserung derselben – auch wenn wir nach wie vor mit einem vorübergehend positiven Impuls durch das Konjunkturprogramm der Regierung rechnen. Die Inflation sollte wieder zurückgehen. Die Daten zu dem wichtigen Faktor der Arbeitskosten bestätigen, dass in dieser Hinsicht nur ein geringer Druck besteht. Fazit: Unserer Ansicht nach dürfte die vom Markt allmählich eingepreiste Straffung der Zinszüge durch die Fed noch länger auf sich warten lassen.

### Anzeichen einer Wachstumsabschwächung in Großbritannien stärker als in Kontinentaleuropa

Die Gefahr einer Wachstumsverlangsamung ist unserer Ansicht nach in Großbritannien höher als im Euroraum, auch wenn die Daten aus dieser Region zuletzt ebenfalls enttäuschten. Die Ri-

siken in Großbritannien hängen weiter mit dem Eigenheimmarkt zusammen, der den privaten Konsum wahrscheinlich dämpft. Dieser war in den letzten Jahren eine wichtige Stütze des Wachstums. Nach wie vor erwarten wir, dass die Europäische Zentralbank wahrscheinlich im September beginnt, die Leitzinsen zu senken. Die Bank of England dürfte die Lockerung ihrer Geldpolitik fortsetzen.

#### **Daten in Japan überraschend schwach, Bank of Japan wartet ab**

Die Wirtschaftsdaten Japans enttäuschten, wobei sich sowohl die Industrieproduktion als auch die Ausgaben der Haushalte schwach entwickelten. Die BoJ hat ihren Wirtschaftsausblick dementsprechend vorsichtiger formuliert. Ein kräftiger Anstieg der Inflation trug in den letzten Wochen zu einer grundlegenden Anpassung des Zinsausblicks durch den Markt bei und führte bei den Staatsanleihen zu einer Verkaufswelle. Unserer Einschätzung zufolge sind die Erwartungen einer Zinsstraffung verfrüht, und wir rechnen damit, dass die BoJ die Leitzinsen unverändert lässt.

#### **Weiter robuste Nachfrage in den Schwellenländern, Inflation (der Lebensmittelpreise) problematisch**

Die Daten zu den Verbraucherausgaben in Brasilien, Russland, Indien und China sind nach wie vor robust. In Indien und China beträgt das Umsatzwachstum bei den Personkraftwagen gegenüber dem Vorjahr mehr als 20%. Die Einzelhandelsumsätze in Russland und Brasilien bleiben ebenfalls solide. In China wurden viele der vierteljährlich kontrollierten Kredite im April gewährt, was das Wachstum der Anlageinvestitionen und damit einen weiteren wichtigen Faktor der Binnennachfrage stützt. Die Gefahr einer hohen Inflation



Die Inflation der Lebensmittelpreise belastet vor allem die Schwellenländer, da dort ein größerer Anteil des durchschnittlich verfügbaren Haushaltseinkommens betroffen ist.

(Lebensmittel werden in den Inflationsindizes von Vietnam und den Philippinen mit über 40% gewichtet, in China mit mehr als 30%) stellt für die Notenbanken ein Problem dar, da gleichzeitig anhaltende Unsicherheiten in Bezug auf das Wachstum bestehen. Je länger die hohe Inflation andauert, desto größer ist die Gefahr, dass nicht mit den Rohstoffpreisen zusammenhängende Faktoren, wie zum Beispiel die Löhne, die Teuerungsrate weiter anheizen. Dadurch könnten Zinsanhebungen erforderlich werden, welche wiederum das Wachstum belasten könnten.

**Chinesischer Einkaufsmanagerindex erreicht Rekordhoch, Exporteuren droht ein zunehmender Gegenwind**  
Der chinesische Einkaufsmanagerindex

kletterte im April auf ein Rekordhoch. Insbesondere die Komponente der Exportaufträge entwickelt sich weiterhin sehr positiv. Dies lässt vermuten, dass eine deutliche Abschwächung der Ausfuhren zunächst unwahrscheinlich ist. Dank anhaltender Diversifikation und reduzierter Abhängigkeit von den USA konnten sich die Exportdaten Chinas, Asiens und selbst Japans bemerkenswert gut behaupten. Die Bedingungen für die chinesischen Ausfuhren dürften sich allerdings verschlechtern, und zwar nicht aufgrund der geringeren Nachfrage aus den USA, sondern wegen anderer Faktoren, wie z.B. wegen des hohen Kostendrucks, der Auswirkungen der Währungsaufwertung sowie ungünstigeren Steuerbedingungen.

## Equity Global

# Sicherheit als Dienstleistung – entwickelt sich ein neuer Trend?

Dr. Patrick Kolb, Global Equities

**Spams machen 90% aller E-Mails aus, eine von 436 E-Mails enthält einen Virus, und 10 von 19 SMTP-Verbindungen werden durch Directory Harvest Attacks (DHA) in Mitleidenschaft gezogen. Mit einem On-Demand-Service zur Eliminierung von Spams und Viren können große Unternehmen Investitionen in die E-Mail-Infrastruktur reduzieren sowie den Bandbreiten- und den Speicherverbrauch begrenzen. Angesichts der hohen Prozentzahl unerwünschter Meldungen (und folglich potenzieller Bedrohungen) impliziert das Konzept «Sicherheit als Dienstleistung», dass eine On-Demand-Lösung die Effektivität und Effizienz von Sicherheitsoperationen erhöhen kann und ebenfalls niedrige Verwaltungskosten und eine einfache Umsetzung bietet.**

### Weshalb Sicherheit als Dienstleistung?

Während Unternehmen damit beschäftigt sind, wie sie mit neuen Sicherheitsbedrohungen, dem steigenden Kostendruck sowie den zunehmend strengeren regulatorischen Bestimmungen umgehen sollen (z.B. Basel II, EU-Datenschutzrichtlinie, Datensicherheitsstandards für Kreditkarten u.a.), bieten On-Demand-Sicherheitsdienstleistungen insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) sowie Telearbeits-/Heimarbeitplätze eine attraktive Möglichkeit, interne Sicherheitsgeräte zu betreiben und zu überwachen. Das Konzept hinter «Sicherheit als Dienstleistung» ist einfach: Ferngesteuerte Sicherheitsdienstleistungen entbinden KMUs davon, tägliche routinemäßige Sicherheitsaufgaben auszuführen; sie gewähren den IT-Administratoren aber weiterhin einen Einblick in Sicherheitsoperationen und potenzielle

Schwachstellen. Außerdem ermöglicht das On-Demand-Modell KMUs, über denselben Schutz und die gleiche Compliance wie größere Unternehmen zu verfügen. Das On-Demand-Sicherheitsmodell verringert die Arbeits- und Infrastrukturkosten, bietet aber nach wie vor die aktuellste Sicherheitstechnik.

### Welches sind mögliche On-Demand-Sicherheitsdienstleistungen?

Im Zuge der zunehmenden Sicherheitsbedrohungen des letzten Jahrzehnts haben sich auch verschiedene Technologien entwickelt, die Unternehmen vor derartigen Gefahren schützen. Als Maßnahme gegen die steigende Anzahl von Angriffsvektoren werden Unternehmen möglicherweise eine bestimmte Sicherheitsfunktion auslagern, um eine spezifische Schwachstelle innerhalb ihrer aktuellen Sicherheitsinfrastruktur zu beheben. Die folgenden Sicherheitsfunktionen werden von On-Demand-Sicherheitsdienstleistern einzeln oder im Rahmen eines Servicepakets angeboten:

- Antivirus,
- Authentifizierung,
- Firewall und Abwehr von Angriffen (Intrusion Prevention),
- Messaging Security (Die Entfernung von Spams und Viren verringert die Investitionen in die E-Mail-Infrastruktur, reduziert den Bandbreitenverbrauch und steigert die Produktivität der Mitarbeiter),
- URL-Filter (Zugang zu anstößigen oder gefährlichen Websites wird verhindert),
- Virtual Private Network (VPN) (Verknüpfung zweier Endpunkte mit verschlüsseltem Datenverkehr, sodass andere Benutzer die Meldungen nicht einsehen oder abfangen können),

- Vulnerability Management (Kombination von Technologien und Prozessen, die zur Verbesserung der Sicherheit und zur Förderung regulatorischer Compliance-Maßnahmen benutzt werden kann).

Aufgrund der Kosten- und Verwaltungsvorteile stellen KMUs den ursprünglichen Zielmarkt für On-Demand-Sicherheitsdienstleistungen dar. Doch auch größere Organisationen können davon profitieren. Das On-Demand-Modell dürfte immer beliebter werden, da die Kunden die größeren Kosteneinsparungen durch On-Demand-Lösungen allmählich zu schätzen lernen.

### Das Wettbewerbsumfeld

In den letzten Jahren – ein Trend, der sich in den vergangenen 12 bis 18 Monaten noch beschleunigt hat – haben viele Anbieter von Sicherheitssoftware ihr Sortiment an die sich wandelnde Sicherheitsgefahr angepasst. Außerdem ist in der Branche eine Konsolidierung im Gange. So hat beispielsweise Websense SurfControl übernommen, die wiederum BlackSpider gekauft hatte, einen Anbieter von On-Demand-E-Mail- und Web-Filterlösungen. Symantec ist auf diesem Markt mit ihrer Symantec-Netzwerkplattform vertreten. Darüber hinaus erwarb Google den privaten Sicherheitsanbieter Postini, einen führenden On-Demand-Dienstleister im Messaging-Security- und Compliance-Markt für USD 625 Mio. Wir sind jedoch der Meinung, dass McAfee mit am besten positioniert ist, um von der «Sicherheit als Dienstleistung» zu profitieren. Das Unternehmen gehörte zu den Pionieren im Bereich On-Demand-Sicherheit und tritt in diesem Segment sehr resolut auf.

## Equity EU

# Europäischer Aktienmarkt: Aufwärtstrend setzt sich fort

Holger Schulz, Portfolio Management Equities

Seit Mitte März können sich die europäischen Aktienmärkte – trotz anhaltender Finanzkrise und einem ungebrochenen Anstieg der Rohstoffpreise – weiter signifikant erholen. Trotz der Kursgewinne der letzten Wochen bleiben wir somit auch weiterhin optimistisch. Nach wie vor ist die Skepsis der Marktteilnehmer hoch, was historisch für weitere Kursgewinne spricht. In den nächsten Wochen dürfte ein Rückgang der Inflationserwartungen zusätzliche Unterstützung bieten und die europäische Dividendenpapiere weiter beflügeln. Etwaige Korrekturen sollten demnach zum Nachkauf genutzt werden.

Wir bleiben trotz der Kurserholung seit März weiterhin optimistisch für europäische Dividendenpapiere. Wir haben einen überaus starken Trend der Gewinnüberraschungen in den vergangenen Jahren gesehen und gehen nun davon aus, dass wir uns in der zweiten Phase der Aktienmarktentwicklung befinden. Während die erste Phase durch Restrukturierungen auf Unternehmensebene und Margenverbesserung gekennzeichnet war, gehen wir nun in der zweiten Phase von einer stabilen Gewinnentwicklung bei gleichzeitiger Bewertungsexpansion aus. Das Charakteristikum dieser zweiten Phase sind Marktkorrekturen, wie wir sie im März erlebt haben. Der Bullenmarkt seit 2003 ist somit unseres Erachtens noch nicht vorbei.

Somit dürften die europäischen Aktienmärkte noch vor weiteren Kurszuwächsen stehen, denn trotz der Marktstabilisierung seit März ist die Stimmung der Marktteilnehmer noch immer panisch. So verzeichnen die europäischen

Aktienfonds weiterhin Abflüsse und der Risikoappetit der Anleger verharrt nach unseren Indikatoren weiterhin auf einem panischen Niveau. Den Grund dafür sehen wir vor allem in der Angst der Marktteilnehmer vor einer länger anhaltenden US-Rezession mit negativen Effekten für Europa. Diese Ängste halten wir für unbegründet, da im Gegensatz zur Historie die aktuelle Schwäche in den USA nicht – wie sonst üblich – durch einen Einbruch der Unternehmensgewinne gekennzeichnet ist, weshalb auch nicht mit einer anhaltenden Marktkorrektur zu rechnen ist. Marktteilnehmer sollten die aktuelle Unsicherheit zum Kauf von Aktien nutzen. Europäische Aktien haben außergewöhnlich niedrige Bewertungen erreicht. Die aktuellen Niveaus übersteigen sogar die extrem schwierige Phase 2002/2003. Für europäische Aktien stellt die historisch günstige Bewertung somit ein „New Beginning“ dar.

i

### Was ist Risikoappetit?

Damit beschreibt man das Verhalten der Investoren, wenn sie in riskantere Aktiva (etwa Aktien, Rohstoffe) investieren, um einen Mehrertrag gegenüber weniger riskanten Anlagen (Geldmarkt, festverzinsliche Wertpapiere) zu erzielen.

Gewinnschätzungsrevisionen 12 Monate rollend



Quelle: Credit Suisse, Asset Management

## Fixed Income Global

# Kurzfristig höhere Zinsen erwartet, obwohl noch kein definitives Ende der Hausse des US-Anleihenmarktes in Sicht ist

Philipp Büchler, Global Fixed Income

**Unterwartet solide Arbeitsmarktzahlen und anstehende Steuerrückzahlungen dürften in den kommenden Wochen die Verbrauchers Stimmung positiv beeinflussen. Trotz anhaltender Bedenken im Hinblick auf die Verfassung der US-Wirtschaft dürfte sich die lange anhaltende Überperformance der US-Anleihenmärkte ihrem Ende nähern.**

### Zinsausblick

Die jüngsten Wirtschaftsdaten fielen uneinheitlich aus, wobei sich am Häusermarkt keine nennenswerte Entspannung abzeichnet. Das Konsumentenvertrauen verschlechtert sich weiterhin, und der Michigan-Index hat den niedrigsten Stand seit 28 Jahren erreicht. Der 4-Wochen-Durchschnitt der Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung ist unerwartet auf unter 370.000 gesunken. Kurzfristig dürften zudem auch fiskalische Anreize einen positiven Impuls liefern. Vor diesem Hintergrund entscheiden wir uns für eine Untergewichtung und erwarten im kommenden Monat einen Anstieg der 2- und 10-jährigen Renditen. In Europa erreichte die Inflation im März den Rekordwert von 3,6%. Trotz des Rückgangs im April auf 3,3% liegt der Wert immer noch deutlich oberhalb des Toleranzbereichs der EZB. Folglich dürfte in Europa erst in der zweiten Jahreshälfte mit Zinssenkungen zu rechnen sein, und die Marktzinsen könnten noch weiter ansteigen.

Die Bank of England hat ein spezielles Liquiditätsprogramm im Volumen von vorerst 50 Millionen GBP gestartet. Kurzfristig hat das Programm zur Stabilisierung der Spreads in Großbritannien beigetragen und dem Finanzsektor einen Schub verliehen. In Japan deuten

mehrere makroökonomische Indikatoren auf eine Rückkehr zur restriktiven Geldpolitik hin. Die Hauptgefahr für den Konsum scheint von einer Beschleunigung der Inflation auszugehen. Aus diesem Grund rückt die Normalisierung der kurzfristigen Leitzinsen wieder in den Vordergrund.

### Kreditmärkte

Da die Risikobereitschaft in den letzten Wochen wieder zugenommen hat, konnten Finanzwerte eine überdurchschnittliche Entwicklung verzeichnen, nachdem sie monatelang der Performance anderer Sektoren hinterhergehinkt waren. Obgleich sich Finanzwerte derzeit sowohl fundamental als auch technisch betrachtet günstig präsentieren, gibt es nach wie vor keine eindeutigen Hinweise darauf, dass die Kreditkrise überstanden ist. Vor diesem Hintergrund bleiben die Creditspreads auch weiterhin anfällig für negative Überraschungen. Steigende Lebensmittel- und Rohstoffpreise haben zahlreiche Zentralbanken dazu bewegt, die Inlandsnachfrage durch Zinserhö-

hungen zu drosseln. Dies könnte zu einer unerwartet starken Abkühlung der Weltwirtschaft bei gleichzeitig steigenden Kapitalkosten führen. Weitere Kreditausfälle oder steigende Insolvenzzahlen, mithin schlechte Nachrichten für die Creditspreads, könnten die Folge sein. Angesichts dieser Situation üben wir uns in Zurückhaltung und lassen bei der Titelselektion eine erhöhte Sorgfalt walten.

### Strategie

Unsere Asset Allocation hat in diesem Monat eine spürbare Veränderung erfahren: Zum ersten Mal seit über 2 Jahren nehmen wir im Hinblick auf den US-Markt eine Short-Position ein. Ausschlaggebend für die Anpassung sind sowohl fundamentale als auch technische Aspekte. Beide deuten ein Ende der langjährigen Überperformance an. Darüber hinaus reduzieren wir unsere Duration am US-Markt. Bei den Kreditmärkten bewerten wir die jüngste Verbesserung als vorübergehend.







Ein weiterer wichtiger Faktor, der sich geändert hat, ist die Reaktionsfunktion der Zentralbanken. Mehr als 20 Notenbanken aus Industrie- und Schwellenländern haben sich seit Anfang der 1990er-Jahre für einen Ansatz entschieden, der auf einem Inflationsziel beruht. Da sich seither ein erfolgreicher Desinflationstrend abzeichnet, könnte man eigentlich davon ausgehen, dass die Preisstabilität garantiert ist. Die Zentralbanken profitierten jedoch von der Einbindung der Schwellenländer in die globale Wirtschaft, was ihre tatsächliche Fähigkeit zur Erreichung der Inflationsziele infrage stellen könnte. Da der wachsende Inflationsdruck inzwischen die Schattenseite der Entwicklung sichtbar macht, wird das Geschick der Zentralbanken bei der Erfüllung ihrer Hauptaufgabe tatsächlich auf den Prüfstand kommen. Die Inflation überschreitet zunehmend die Zielwerte und die Reaktion der Zentralbanken auf die jüngsten Turbulenzen am Finanzmarkt stärkt nicht gerade das Vertrauen in die

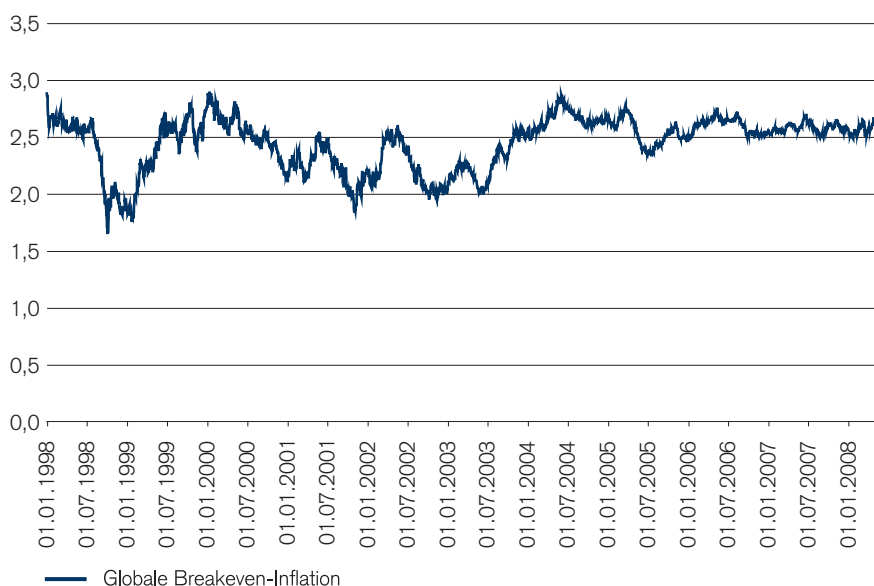
Bereitschaft der Institute, die Inflation unter Kontrolle zu halten. Die Reaktionsfunktion der Zentralbanken ist asymmetrisch: Sie sind zu Zinssenkungen oder der Verzögerung von Zinserhöhungen bereit, um eine Konjunkturabkühlung zu vermeiden, obwohl die Inflation ansteigt. Dies lässt vermuten, dass sie bereit sind, eine höhere Inflationsrate zu tolerieren. Bei der Beurteilung der langfristigen Inflationsentwicklung verlassen sich die Zentralbanken zudem auf die Kerninflation. Doch wie geeignet ist ein solches Maß, wenn es ständig unter der Gesamtinflation liegt? Wird es nicht letztendlich aufgrund eines mangelnden Vertrauens die Inflationserwartungen schüren? Wie in Abbildung 2 dargestellt, ist die Differenz zwischen Kern- und Gesamtinflation seit dem Jahrtausendwechsel stets positiv und folgt dem allgemeinen Inflationstrend: Bei einem Rückgang der Inflation ist die Differenz negativ, bei einem Anstieg positiv. Ein zu großes Vertrauen in die Kerninflation über einen übermäßig

langen Zeitraum kann die Zentralbanken dazu verleiten, den in der Wirtschaft vorhandenen Inflationsdruck zu unterschätzen.

Daraus ergibt sich der dritte Anlass zur Besorgnis: die Erwartungen. Die Inflation ist ein iterativer Prozess, bei dem die tatsächliche Teuerung stark von den Inflationserwartungen abhängt und umgekehrt. Die Erwartungen dürften niedrig bleiben, sofern die effektive Inflation ebenfalls niedrig ist. Die Entwicklung der Inflationserwartungen ist daher ein entscheidendes Maß für das Inflationsrisiko. Die naheliegende Kennzahl zur Bestimmung der Inflationserwartungen ist die so genannte Breakeven-Inflation, die sich am Anleihemarkt aus dem Renditeunterschied zwischen traditionellen und inflationsgeschützten Papieren ermitteln lässt.

Wie aus Abbildung 3 ersichtlich ist, blieb dieses Maß in den letzten zehn Jahren sehr stabil und schwankte zwischen 1,7% und 2,9%. Es hat sich auch in den letzten Monaten kaum verändert, als die Inflation ein hohes Niveau aufwies, was wohl auf die (bisher noch) hohe Glaubwürdigkeit der Zentralbanken zurückzuführen ist. Die Breakeven-Inflationsrate ist als Referenzwert für die Inflationserwartung jedoch mit Mängeln behaftet. Die derzeit hohen Inflationsdaten gingen mit der schwersten Finanzmarktkrise seit der US Savings and Loans (S&L)-Krise Anfang der 1990er-Jahre einher. In Zeiten hoher Unsicherheit setzt ein Ansturm der Anleger auf liquide Staatsanleihen mit kurzen Laufzeiten ein. Da der Markt für inflationsgeschützte Anleihen kleiner und weniger liquide ist und zudem von der breiten Masse der Anleger noch nicht als Absicherung gegen Inflation erkannt wird, profitieren diese Papiere

Abbildung 3: Globale Breakeven-Inflation





## Fixed Income EUR

# Zinssenkungen in der Eurozone könnten stärker als erwartet ausfallen

Robert Thomas, Credit Analyst - Financials

**Ein Blick auf die Märkte verleitet zu der Schlussfolgerung, dass die Dinge wieder im Lot sind. Seit dem Erreichen der bisherigen Tiefstwerte Ende März haben die Aktienmärkte deutliche, zum Teil zweistellige Zugewinne verbucht. Darüber hinaus haben sich auch die Kreditspreads von zeitweise 650 Bp auf derzeit ca. 400 Bp verengt. Im Zuge der wieder abnehmenden Risikoaversion kam es zu umfangreichen Verkäufen von Staatsanleihen, sodass sich der zu Jahresbeginn beobachtete Trend mittlerweile umkehrt hat.**

Die Zugewinne an den Aktien- und Anleihemärkten waren die Folge der zunehmenden Entwirrung des Finanzsystems und der verbesserten Liquiditätssituation, wobei die Rettung von Bear Stearns allgemein als Wendepunkt betrachtet wurde. Sie unterstrich die Bereitschaft der Zentralbanken, Anleihen und Obligationen wichtiger Finanzinstitutionen zu übernehmen und effektivere Mittel zur Bereitstellung von Liquidität für Banken und Broker zu finden.

Wir rechnen hingegen nicht damit, dass sich die Staatsanleihenrenditen auch in den kommenden Monaten ähnlich rasant entwickeln werden. Der im Zuge der allgemeinen Erleichterung einsetzende Run auf risikoreichere Assets hat bereits zu deutlich höheren Bewertungen geführt, sodass kurz- bis mittelfristig nicht mit anhaltend starken Kapitalströmen zu rechnen sein dürfte. Vor diesem Hintergrund dürften Renditen und Kreditspreads in den kommenden Wochen seitwärts tendieren. Auch wenn der schlimmste Teil der Kreditkrise möglicherweise überstanden ist, sind die Konjunkturperspektiven weiterhin unsicher. Die europäischen Volkswirtschaften haben

sich bisher recht robust präsentiert, und obwohl sich das Wachstum in der Eurozone verlangsamt, fallen die jüngsten Daten eher positiv aus. Offizielle Prognosen gehen mittlerweile nur noch von einem Wachstum der deutschen Wirtschaft von 1,2% in diesem Jahr aus, und in Spanien und Italien dürfte das Wachstum nicht einmal 1% erreichen. Für die Eurozone wird für 2008 mit einem Wachstum von ca. 1,5% gerechnet. Wenn jedoch die Folgen der Kreditkrise, des starken Euros und der gestiegenen Rohstoffpreise erst in vollem Ausmaß spürbar werden, könnte das Wachstum empfindlich einbrechen.

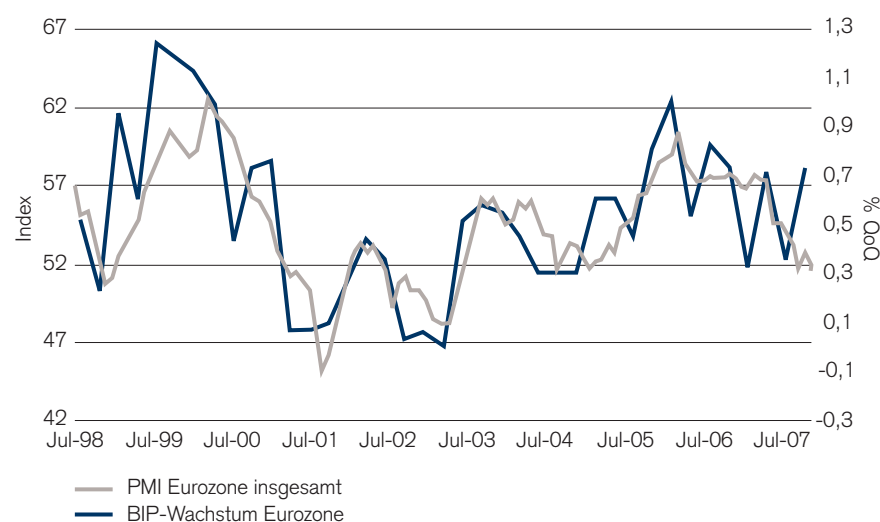
Die Europäische Zentralbank (EZB) lässt keinen Zweifel daran, dass sie ihre Aufmerksamkeit in erster Linie der Inflationsentwicklung widmet, da diese nach wie vor eine reale Bedrohung sowohl für die europäische als auch für die globale Wirtschaft darstellt. Dieser Umstand ist auch der Grund, warum die Zinsen bisher konstant blieben. Auch die freundlicheren Inflationszahlen für den Monat April dürften der EZB nicht genügen, um sich im

Hinblick auf ihr Inflationsziel sicher zu fühlen. Damit dies geschieht, müsste sich zumindest ein eindeutiger Trend abzeichnen.

Obwohl der nächste Schritt mit großer Wahrscheinlichkeit eine Zinssenkung sein dürfte, hat sich in den letzten Wochen die Erwartungshaltung der Anleger im Hinblick darauf verändert, wie deutlich ein solcher Schritt ausfallen könnte. Einige Marktkommentatoren halten sogar einen weiteren Anstieg der Zinsen für möglich, falls sich die Situation an den Rohstoffmärkten und an der Inflationsfront nicht entspannt.

Wenn in den kommenden Monaten jedoch allmählich die Auswirkungen der Kreditkrise auf das wirtschaftliche Wachstum sichtbar werden und sich der Investmentfokus von kurzfristigen Systemrisiken hin zu den längerfristigen Folgen der Turbulenzen an den Kreditmärkten und des Rohstoff- bzw. Ölpreisschocks verlagert, könnten die Zinssenkungen durch die EZB sogar noch deutlicher ausfallen als derzeit erwartet.

### Eurozone – BIP und PMI



## Emerging Markets

# Schwellenmarktanleihen: Auf jeden Fall attraktiv?

Raphael Kassin, Head of Emerging Market Bonds

**Stellen Schwellenmarktanleihen eine attraktive alternative Anlageklasse für langfristig orientierte Investoren dar? Investments wie Private Equity oder Hedgefonds sind in jüngster Zeit Gegenstand heftiger Diskussionen gewesen. Anleihen von Schwellenländern (Emerging Markets) bieten jedoch nach wie vor attraktive Renditen für ein diversifiziertes Portfolio. Unseres Erachtens präsentieren sich die Fundamentaldaten dieser Anlagekategorie so stark wie nie zuvor. Schwellenmarktanleihen zählen in den letzten 15 Jahren stets zu den Top-Performern im Hinblick auf risikobereinigte Erträge, und die Anlageklasse stellt eine lohnende Option zur Diversifizierung eines globalen Portfolios dar.**

Auf harte Währungen lautende Emerging-Markets-Anleihen sind für institutionelle Anleger erst seit den frühen 1990er-Jahren attraktiv. Seit dieser Zeit erzielt diese Anlageklasse im Vergleich mit Aktien und anderen Anleihen erstklassige Renditen, und mittlerweile sind fast alle Arten von Instrumenten erhältlich, die an den grossen Märkten gehandelt werden. Insbesondere in den letzten Jahren haben die Investoren begonnen, die Früchte ihrer Anlagen in lokalen Schwellenmarktanleihen zu ernten. Daraufhin wurden die verfügbaren Optionen abermals erweitert und die Anlageklasse ist noch attraktiver geworden. Angesichts der hervorragenden langfristigen Entwicklung und des vielseitigen Angebots dieser Anlageklasse (einschließlich Derivate) möchte man erwarten, Schwellenmarktanleihen in jedem globalen Portfolio zu finden. Unglücklicherweise führt alle paar Jahre eine Finanz- oder politische Krise in einem Schwellenland dazu, dass Anleger sich

von Gedanken an Zahlungsunfähigkeit, Umschuldung, Abwertung oder gar einen Staatsstreich einschüchtern lassen. Die Folge ist, dass zahlreiche Investoren aus Furcht vor der nächsten Krise in einem Schwellenland diese rentable Anlageklasse meiden und sich eher traditionellen Anlagen in Industrieländern zuwenden (zu denen wohlgerne auch Enron oder Subprime-Fonds zählen!). Damit lassen sich diese Anleger erstklassige Chancen entgehen. Wäre es jetzt an der Zeit, den langfristigen Wert dieser Anlageklasse anzuerkennen?

«Wäre es jetzt an der Zeit, den langfristigen Wert dieser Anlageklasse anzuerkennen?»

Im Hinblick auf die fundamentalen Faktoren haben die meisten Schwellenmärkte mittlerweile ein akzeptables Niveau an Stabilität erreicht, und die Ratings von Emerging-Markets-Staatsanleihen verbessern sich langsam, aber sicher. Ein Blick auf die aktuellen Ratings zeigt, dass die Agenturen mehr Schwellenmärkte mit einem positiven Ausblick (dem häufig eine Heraufstufung folgt) als mit einem negativen Ausblick einstufen. Ausgenommen Argentinien und Venezuela verfügen alle der wichtigen im JP Morgan EMBI Global (der mit einem Volumen von 300 Mrd. USD sowie seiner starken Diversifizierung einen guten Vergleichsindex darstellt) vertretenen Länder über offene und voll konvertierbare Währungen. Diese spürbare Verbesserung wird zudem durch den IWF aktiv unterstützt. Auch die Haushaltsdisziplin von Schwellenländern hat sich verbessert, und effektive Initiativen sichern diese Entwicklung ab. Das Er-

gebnis der maßvollen Haushaltspolitik sind eine respektable makroökonomische Entwicklung (auch im Vergleich zu Industrienationen) und eine moderate Inflation. Hinzu kommt, dass Schwellenländer vom jüngsten Anstieg der Öl- und Rohstoffpreise profitieren, da diese ihnen eine verbesserte Zahlungsbilanz und umfangreiche Devisenreserven bescheren. Schließlich geht auch der Finanzierungsbedarf der Schwellenmärkte allmählich zurück, und die meisten Schwellenländer geben mittlerweile Anleihen in ihren eigenen Währungen aus. Für diese Anleihen verwenden wir den JP-Morgan-GBI-EM-Index mit einer Marktkapitalisierung von 450 Mrd. USD als Benchmark. Vor diesem Hintergrund sollte die Frage also nicht lauten, ob Investoren Schwellenmarktanleihen in ihren Portfolios halten sollten, sondern vielmehr, wie hoch diese Allokation in Schwellenmarktanleihen in harter oder in der Lokalwährung sein sollte.

«Wie hoch sollte die Allokation in Schwellenmarktanleihen in harter oder in der Lokalwährung sein?»

Diese Frage zählt zu den schwierigsten Problemen im Hinblick auf Asset Allocation. Im historischen Vergleich betragen die effizienten Grenzen einer optimalen Allokation in Emerging-Markets-Titeln zwischen 0% und 50%. Kleinanleger bewegen sich üblicherweise am oberen Ende dieser Spanne oder gar darüber. Ein Kunde drückte es einmal so aus: «Wenn ich mit dem Risiko vertraut bin und mich bei einem fundamental starken Titel langfristig engagieren möchte, warum sollte ich mein Engagement dann nicht

ausweiten und meinen Ertrag steigern?». Dieser Investorentyp interessiert sich etwa gleich stark für Anleihen in harten Währungen wie für solche, die auf lokale Währungen lauten. Am anderen Ende des Spektrums tendieren institutionelle Investoren zu einer Allokation zwischen 5% und 25% in Schwellenmarktanleihen, da ihre Mandate strengere Risikovorgaben beinhalten. In diesem Bereich ändert sich die Auffassung von einer optimalen Allokation allerdings rasch. In jüngster Zeit ist ferner eine Abgrenzung zwischen unterschiedlichen Schwellenmarktanleihen zu beobachten; je nachdem, ob diese auf harte oder lokale Währungen lauten. Diese Differenzierung ermöglicht ein zunehmendes Engagement in Schwellenmarktanleihen, von dem sowohl die Anleger als auch die Anlageklasse an sich profitieren. Der Anstieg geht in der Regel auf Kosten des Engagements in Anleihen aus Industrienationen, und einige Investment-Teams haben sogar den Schwerpunkt ihrer Anlagen und Ressourcen komplett aus den Industrieländern in die Schwellenmärkte verlegt. Je nach Risikoprofil des Anlegers sollte sich ein komfortables Engagement in einer Spanne von 10 bis 30% bewegen, wobei sowohl Anleihen in harten Währungen als auch solche in Lokalwährung berücksichtigt werden sollten.

Angesichts des attraktiven historischen Risiko-Ertrags-Profiles stellt sich die Frage, warum sich die Anleger erst in jüngster Zeit verstärkt für diese Anlageklasse interessieren. Einer der Gründe dürfte die Furcht vor volatilen und verlustreichen Entwicklungen gewesen sein, die durch teilweise übertriebene Berichterstattung in den Medien noch verstärkt wurde. Diesem Risiko kann gezielt durch die Auswahl eines angesehenen Managers be-

gegnet werden, der eine konstante Outperformance vorweisen kann und die Generierung von Alpha als wichtigen Faktor in einem aktiven Management-Prozess versteht. Bei Credit Suisse Asset Management kombinieren wir in unserem Anlageprozess beispielsweise einen Top-Down-Ansatz mit unserer gewissenhaften und strengen Titelselektion. In der Praxis lässt sich dieser Prozess am besten durch unser jüngstes Engagement in Argentinien veranschaulichen, dem als Gegengewicht Anlagen in anderen lateinamerikanischen Anleihen mit einem ähnlichen Risikoprofil, aber einer niedrigeren Volatilität gegenüberstehen. Das bisherige Ergebnis sind Portfolios, die eine Outperformance bei gleichzeitig überraschend niedrigem Tracking Error auf Jahresbasis aufweisen. Durch die Auswahl eines Managers, der die vorhandenen Unebenheiten glättet, können Anleger den historisch betrachteten relativen Vorteil dieser Anlagekategorie für sich nutzen.

**Fazit:** Sollte man all diese historischen Zusammenhänge als die einzige und unverrückbare Wahrheit akzeptieren? Die Antwort lautet: Nein. Es ist wichtig zu wissen, dass sich Schwellenmarktan-



**i**

Je nach Risikoprofil des Anlegers sollte sich ein komfortables Engagement in einer Spanne von 10 bis 30% bewegen, wobei sowohl Anleihen in harten Währungen als auch solche in Lokalwährung berücksichtigt werden sollten.

leihen in Zeiten von Stabilität und Zinssenkungen ähnlich verhalten wie andere festverzinsliche Instrumente auch. In diesen Phasen tendieren sie aufgrund ihrer attraktiven Prämien zu einer Outperformance gegenüber US-Treasuries, wie dies beispielsweise zwischen 1991 und 1997 der Fall war. Nach der Asienkrise verlor die Zinslandschaft jedoch an Sicherheit, und unsichere fundamentale Faktoren wurden allmählich zur Norm. Infolge dieser Entwicklung erhöhte sich die Korrelation von Emerging-Markets-Anleihen und Aktien, wobei Erstere im Vergleich zu anderen Anlageklassen nach wie vor eine starke Performance erzielten. Die aktuelle Situation an den globalen Märkten und die Volatilität im Aktiensektor bei gleichzeitig stabilem Ausblick für die Zinsentwicklung lassen erwarten, dass Schwellenmarktanleihen von der weiteren Entwicklung profitieren werden.



# Alternative Investments — Replication Strategies

## Alternative Beta-Strategien auf dem Vormarsch

Oliver Schupp, Alternative Investments

**Zu den jüngsten Trends bei alternativen Anlagen zählt die Nutzung von Hedgefonds-Indizes zur Ermittlung von Alpha und Beta relativ zum allgemeinen Markt für Hedgefonds, anstatt lediglich die Wertentwicklung mit einer risikofreien Ertragsquote abzugleichen. Mit der wachsenden Anzahl an Hedgefonds-Strategien hat sich auch die Auffassung verbreitet, dass dieses «alternative Beta» ein nützliches Konzept zur Portfolioverwaltung darstellen kann.**

Eine alternative Indexnachbildung kann eine Möglichkeit zur kosteneffizienten Erfassung des alternativen Betas darstellen. Nachbildungsstrategien verwenden quantitative Research-Techniken, um

Schlüsselfaktoren für die Entwicklung der Hedgefonds-Märkte zu erfassen, und bestimmen mittels eines Portfolios liquider Wertpapiere das systematische Exposure eines Hedgefonds-Index. Diese Strategien kombinieren die Vorzüge von Hedgefonds-Indizes mit zusätzlichen Vorteilen wie beispielsweise täglicher Verfügbarkeit und minimalen Kapazitätsbeschränkungen. Sie bieten zudem ein breites Spektrum an praktischen Anwendungen, von direkten Long- oder Short-Investments über die Portfolioverwaltung bis hin zum Liquiditätsmanagement. Gleichzeitig sind sie praktisch frei von regulatorischen Zwängen und stellen damit ein weiteres nützliches Werkzeug bei der Portfoliogestaltung dar.

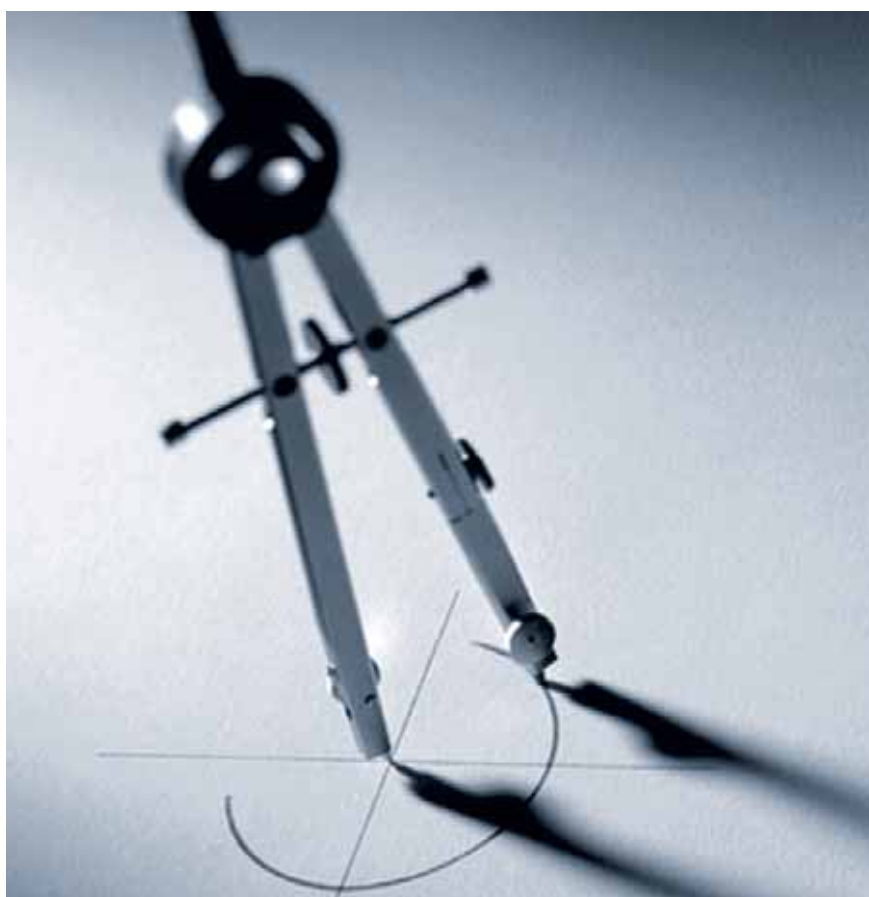
### Erschließung alternativer Beta-Erträge

Traditionelle Beta-Erträge basieren auf allgemeinen Systemrisiken bei reinen Long-Positionen. Im Gegensatz dazu basieren alternative Beta-Erträge auf systemischen Long- oder Short-Risiken. Sie werden unter Verwendung von Hedgefonds-Anlagetechniken, wie beispielsweise Investments in Derivaten oder Leerverkäufen, erzielt. Somit kann alternatives Beta von traditionellem Beta oder Alpha abgegrenzt werden. Die verfügbaren alternativen Beta-Strategien umfassen investierbare Hedgefonds-Indizes, mechanische Trading-Strategien sowie alternative Indexnachbildungen.

**Tabelle 1: Erweiterte Angebotspalette für Anlagen in Hedgefonds**

Typische Merkmale derzeit am Markt verfügbarer Strukturen

	Alternative Indexnachbildung	Investmentfähige Hedgefonds-Indizes	Hedgefonds Index Tracking	Dachfonds	Einzelne Manager
Verteilung Alpha/alternatives Beta	Nur Beta	Vorwiegend Beta	Vorwiegend Beta	Teils Beta, teils Alpha	Teils Beta, teils Alpha
Profil	Diversifiziertes Portfolio passiv verwalteter Wertpapiere, deren Performance den Ertrag eines Hedgefonds-Index nachbildet.	Soll die breite Hedgefonds-Branche abbilden; nutzt einen neutralen, regelbasierten Anlageprozess, damit die Basisfonds den Anforderungen bezüglich Investmentfähigkeit, Liquidität und Berichtskriterien entsprechen.	Keine Beschränkung durch strenge Liquiditätsanforderungen; kombiniert quantitatives Anlagemodell mit qualitativem Ab-rundungsprozess zur Nachbildung eines nicht-investmentfähigen Index.	Diversifiziertes, aktiv verwaltetes Hedgefonds-Portfolio, das eine optimale Managerselektion für das Portfolio anstrebt.	Aktiv verwaltetes Portfolio mit liquiden oder illiquiden Anlagen, das maximale absolute Erträge anstrebt.
Gebühren	Nur Verwaltungsgebühr	Nur Verwaltungsgebühr	Nur Verwaltungsgebühr	Verwaltungs- und Performancegebühren	Verwaltungs- und Performancegebühren
Liquidität	Hoch	Mittel	Mittel	Niedrig	Niedrig
Bewertungsfrequenz	Hoch	Mittel	Mittel	Mittel	Mittel bis niedrig
Transparenz	Hoch	Hoch	Hoch	Niedrig	Niedrig
Regulierte Produkte	Ja	Ja	Mehrere	Nein	Nein
Kapazitätsbeschränkungen	Minimal	Minimal	Einige	Einige	Unterschiedlich, oftmals beträchtlich
Anlageprozess	Passiv	Passiv	Passiv	Aktiv	Aktiv



Alternative Beta-Strategien liefern Investoren neue Mittel zum Ausbau ihrer Hedgefonds-Allokationen. Die alternative Indexnachbildung ermittelt über eine quantitative Rahmenmethodologie die allgemeinen Marktfaktoren, die einen statistisch relevanten Einfluss auf Hedgefonds-Indizes haben. Auf diese Weise sollen Ertragsschwankungen erklärt und erfasst werden. Dies wird durch Anlagen in liquide, investierbare Marktpapiere erreicht.

#### Alternative Indexnachbildung

Obwohl die alternative Indexnachbildung oftmals mit der Nachbildung von Hedgefonds gleichgesetzt wird, sieht Credit Suisse darin eher eine Nachbildung alternativer Anlageindizes. Produkte aus dieser Kategorie sollen die Erträge von Hedgefonds-Indizes synthetisch nachbilden und nicht etwa die Erträge einzelner Hedgefonds. Durch die Nachbildung erhalten Anleger Zugang zur Wertentwicklung von Hedgefonds, ohne direkt in einen Hedgefonds investieren zu müssen. Dieser Unterschied bietet mehrere Vorteile.

**Tabelle 2: Integration alternativer Indexnachbildung in Anlageportfolios**

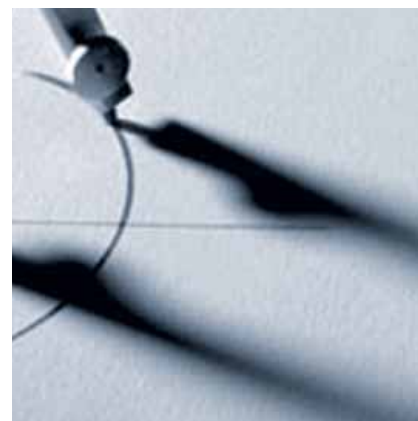
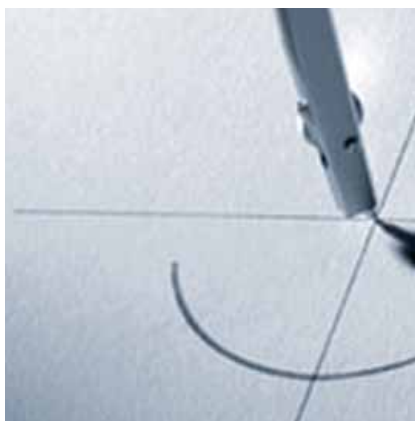
Alternative Nachbildungsstrategien können zum Erreichen unterschiedlicher praktischer Zielwerte und Vorgaben eingesetzt werden.

<b>Core-Engagement</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Kostengünstiges, alternatives Beta Exposure, plus tägliche Liquidität/Bewertungen und hohe Transparenz</li> <li>■ Basis für eine Kombination aus Core- und Satellite-Investments mit Alpha generierenden Managern als Satelliten</li> </ul>
<b>Shorting</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Verringerung des bestehenden sektorspezifischen Hedgefonds Exposure ohne den Verlust von Managerkapazitäten oder Wartezeiten für Rückzahlungen</li> <li>■ Gewinnbringende Nutzung negativer Sektoreinschätzungen</li> </ul>
<b>Lösung bei regulatorischen Beschränkungen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Engagement in alternativen Anlagen für Investoren mit spezifischen regulatorischen Anforderungen oder Mandatsbeschränkungen.</li> </ul>
<b>Benchmarking</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Separates Hedgefonds Alpha und Beta für das Manager-Ranking</li> </ul>
<b>Portables Alpha</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Einsatz mit anderen Hedgefonds-Anlagen für Portable-Alpha-Lösungen</li> </ul>
<b>Liquiditätsmanagement</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Zugang zu liquiden Investments für Dachfondsmanager, die neue Mittel in Hedgefonds investieren möchten</li> <li>■ Erleichterte Bereitstellung von Liquidität für Investoren durch Dachfondsmanager, indem sie einen Teil ihrer Hedgefonds Assets in liquiden Anlagen halten</li> </ul>

Die Produkte dieser Kategorie sollen ein ähnliches Chance-Risiko-Profil aufweisen wie eine Gruppe von Hedgefonds, die in einem bestimmten Hedgefonds-Index erfasst werden. Mithilfe quantitativer Methoden zur Bestimmung der für die Wertentwicklung von Hedgefonds ausschlaggebenden allgemeinen Marktfaktoren soll die Nachbildung alternativer Indizes Portfolios aus Long- und/oder Short-Positionen in kosteneffizienten und liquiden Wertpapieren identifizieren, deren Wertentwicklung sich an der gesamten Hedgefonds-Branche oder einem Segment derselben orientiert. Dieser Ansatz reduziert einige der Beschränkungen im Hinblick auf Transparenz und Liquidität, denen sich Anleger gegenübersehen, wenn sie Hedgefonds in ihr Portfolio aufnehmen möchten.

#### Alternative Indexnachbildung in Anlageportfolios

Da sie minimalen Kapazitätsbeschränkungen unterliegen, kein Risiko hinsichtlich negativer Schlagzeilen aufweisen und keine Due-Diligence-Vorschriften für Manager kennen, können Strategien der alternativen Indexnachbildung zahlreiche Vorteile bieten, je nachdem, wie sie in einem Portfolio eingesetzt werden. Sie können eine effektive Anlageoption darstellen und bieten ein leicht nachvollziehbares Beta Exposure mit einem hohen Maß an Transparenz, täglicher Liquidität und täglicher Bewertung. Anleger, die ihre Hedgefonds-Allokation ausbauen möchten, können Nachbildungsstrategien als Core-Komponente in ihr Portfolio aufnehmen und diese durch ausgewählte Alpha generierende Manager als Satelliten ergänzen. Darüber hinaus können Nachbildungsstrategien Zugang zu vermögensgewichteten, nicht investierbaren sektorspezifischen Indizes



bieten und den Anlegern damit bislang nicht zugängliche Erträge erschließen. Und obgleich sie aufgrund der begrenzten Korrelation keine perfekte Absicherung für ein Engagement in Hedgefonds oder Dachfonds bieten, können Nachbildungsstrategien Leerverkäufe tätigen, um ein sektorspezifisches Exposure zu reduzieren oder eine negative Sektoreinschätzung gewinnbringend zu nutzen. Nachbildungsstrategien können außerdem eine Möglichkeit zum Liquiditätsmanagement für Fondsmanager darstellen, die neue Mittel in Hedgefonds leiten möchten. Zudem können diese Manager einfacher Liquidität bereitstellen, da sie einen Teil ihrer Hedgefonds-Anlagen anstatt in Barmittel in eine Nachbildungsstrategie anlegen. Für Investoren, die spezifischen Mandatsbeschränkungen, Regulierungsbestimmungen oder sonstigen Vorschriften unterliegen, kann eine Nachbildungsstrategie eine Lösung darstellen, da sie ein Engagement in alternative Anlagen ohne ein direktes Investment in Hedgefonds ermöglicht.

Der sich rasch entwickelnde Hedgefonds-Markt bietet Investoren eine wachsende Palette an Anlagechancen. Im Zuge dieser Entwicklung erfährt alter-

natives Beta als effizientes Tool zur Portfoliodiversifizierung und -verwaltung wachsende Akzeptanz. Die alternative Indexnachbildung könnte einen äußerst attraktiven Zugang zu diesem Beta darstellen, indem die auf dem Beta basierenden Erträge einer im Prinzip illiquiden Anlagekategorie auf liquide und kosteneffiziente Art und Weise nutzbar gemacht werden. Diese Vorgehensweise dürfte sich zu einem wichtigen Werkzeug für Anleger entwickeln, die einen Ausbau ihrer Hedgefonds-Allokation anstreben.

# Alternative Investments — Real Estate

## Diversifikation mit Immobilienanlagen

Ulrich Braun, Real Estate Strategies & Advisory

**Immobilienanlagen eignen sich vorzüglich zur Diversifikation eines Portfolios. Aber auch die geographische Streuung der Immobilienanlagen sowie die Verteilung auf verschiedene Immobilien-Anlageformen sind sehr erfolgversprechend.**

Die Diversifikationseigenschaften von Immobilienanlagen sind ein wesentliches Anlageargument. Das heißt, die Integration von Immobilienanlagen in ein Wertchriftenportfolio erlaubt eine Reduktion der Risiken, ohne dafür im gleichen Maße die Renditen des Portfolios reduzieren zu müssen. Diese Einsicht hat sich in den vergangenen Jahren durchgesetzt und zu einer verstärkten Nachfrage nach nationalen und internationalen Immobilien-Anlageprodukten geführt.

Grundsätzlich eignen sich Anlagekategorien gut zur Diversifikation, wenn ihre Gesamrenditen über eine geringe oder gar negative Korrelation zueinander verfügen. Der Korrelationskoeffizient ist ein Maß für die Stärke und die Richtung der Performance einer Wertschrift oder eines Indexes im Verhältnis zu einem Vergleichsmaßstab. Bei einem Korrelationskoeffizienten von 1 würde sich die Gesamrendite des ausgewählten Wertes, beispielsweise des SWX-Immobilienfonds-Index, exakt wie der Swiss-Performance-Index (SPI) entwickeln. Ein Koeffizient von 0 zeigt an, dass es überhaupt keinen Zusammenhang zwischen der Entwicklung des ausgewählten Index und dem Vergleichsmaßstab gibt. Bei einem Wert von  $-1$  verlaufen beide Indizes genau entgegengesetzt.

Die Ergebnisse für die Jahre 1991–2007 lassen in Bezug auf Immobilienanlagen die folgenden Schlussfolgerungen zu:



- Schweizer und deutsche Immobilienfonds weisen zu allen dargestellten Anlagekategorien gute bis sehr gute Diversifikationseigenschaften auf.
- Auch durch die Berücksichtigung von Immobilienaktien lässt sich das Gesamtrisiko in einem Portfolio senken. Immobilienaktien weisen zwar eine etwas erhöhte Korrelation mit den Aktienmärkten auf als Immobilienfonds, doch fällt diese zum Beispiel geringer aus als im Falle von Private Equity oder Hedgefonds.
- Die Wechselwirkung zwischen den regionalen Immobilienaktienindizes ist deutlich geringer als dies bei den unterschiedlichen Aktienindizes der Fall ist. Durch eine Kombination von Immobilienaktien aus unterschiedlichen Regionen lässt sich das Risiko eines Portfolios somit zusätzlich senken.
- Schließlich sind die einzelnen Immobilien-Anlagekategorien – Schweizer Immobilienfonds, deutsche Immobilienfonds sowie internationale Immobilienaktien – zueinander nur schwach korreliert. Ein Anleger kann somit durch eine Kombination der drei Kategorien eine Effizienzsteigerung seines Portfolios erzielen.

Insgesamt zeigen die Auswertungen klar, dass Immobilien eine wesentliche Komponente eines diversifizierten Portfolios darstellen. Dabei steht die geringe Korrelation ihrer Gesamrenditen im Vergleich zu anderen Anlageklassen sicher im Vordergrund. Daneben bieten Immobilienanlagen aber auch vergleichsweise hohe risikobereinigte Renditen und eine teilweise Absicherung gegenüber der Inflation.

## Kontakte

### Americas

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT, LLC  
466 Lexington Avenue  
New York NY 10017  
**USA**  
Tel.: +1 212 875 3500  
US Toll Free 877 272 6872  
Fax: +1 646 658 0728

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT LTDA  
Banco de Investimentos  
Credit Suisse (Brasil) S.A.  
Avenida Brig. Faria/13th Floor  
Lima 3064  
01451-000 São Paulo  
**Brazil**  
Tel.: +55 11 3841 6000  
Fax: +55 11 3841 6960

### Asia Pacific

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT  
(HONG KONG) LIMITED  
Level 5  
Exchange Square 3  
Connaught Place  
Central  
**Hong Kong**  
Tel.: +852 2101-7585  
Fax: +852 2101-7709

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT  
(AUSTRALIA) LIMITED  
ABN 57 007 305 384 AFSL 238390  
Level 31 Gateway  
1 Macquarie Place  
Sydney NSW 2000  
**Australia**  
Tel.: +61 2 8205 4300  
Fax: +61 2 8205 4993

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT LIMITED  
Izumi Garden Tower Level 27  
6-1, Roppongi, 1-Chome  
Minato-ku  
Tokyo 106-6024  
**Japan**  
Tel.: +81 3 4550 5500  
Fax: +81 3 4550 5505

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT  
(HONG KONG) LIMITED  
Korea Representative Office  
14/F Hanwha Building  
110 Sokong-dong, Chung-ku  
Seoul, 100-755  
**Korea**  
Tel.: 822 3707 8952  
Fax: 822 3707 3859

### Europe

CREDIT SUISSE  
Asset Management  
Giesshübelstrasse 30  
P.O. Box 800  
8070 Zurich  
**Switzerland**  
Tel.: +41 44 335 1111  
Fax: +41 44 333 2225

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT  
investiční společnost, a.s.  
Lazarská 13/8  
120 00 Praha 2  
**Czech Republic**  
Tel.: +420 251 001 311  
Fax: +420 251 001 300

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT (FRANCE)  
25, avenue Kléber  
75016 Paris  
**France**  
Tel.: +33 1 70 390213  
Fax: +33 1 70 390233

CREDIT SUISSE  
(DEUTSCHLAND)  
AKTIENGESELLSCHAFT  
Junghofstrasse 16  
D-60311 Frankfurt am Main  
**Germany**  
Serviceline:  
Tel.: +49 (0) 69 7538 1111  
Fax: +49 (0) 69 7538 1796

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT  
HUNGARY ALAPKEZELO RT  
Rákóczi út 70-72  
Budapest 1074  
**Hungary**  
Tel.: +36 1 413 2950  
Fax: +36 1 413 2980

CREDIT SUISSE (ITALY) S.P.A.  
Divisione Asset Management  
Via Santa Margherita, 3  
20121 Milano  
**Italy**  
Tel.: +39 02 885 501  
Fax: +39 02 866 115

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT  
FUND SERVICE (LUXEMBOURG) S.A.  
5, rue Jean Monnet  
2180 Luxembourg  
**Luxembourg**  
Tel.: +352 436 1611  
Fax: +352 436 161 555

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT LIMITED,  
NETHERLANDS BRANCH  
Honthorststraat 19  
1071 DC Amsterdam  
**Netherlands**  
Tel.: +31 20 57 54 851  
Fax: +31 20 57 54 830

CREDIT SUISSE ASSET  
MANAGEMENT (POLSKA) S.A.  
Centrum Finansowe Pulawska  
ul. Pulawska 15  
02-515 Warsaw  
**Poland**  
Tel.: +48 22 521 5180  
Fax: +48 22 521 5185

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT Ltd.  
SUCURSAL EN ESPAÑA  
C/Ortega y Gasset 22-24  
3rd Floor  
28006 Madrid  
**Spain**  
Tel.: +34 9 1423 1677  
Fax: +34 9 1423 1679

CREDIT SUISSE  
ASSET MANAGEMENT LIMITED  
One Cabot Square  
London E14 4QJ  
**United Kingdom**  
Tel.: +44 20 7426 2626  
Fax: +44 20 7426 2828

### **Impressum**

Trends ist eine Publikation von **Credit Suisse, Division Asset Management**, und enthält Informationen für professionelle Investoren.

**Herausgeber:** Arun Ratra, Chief Investment Officer

**Redaktion:** Marketing EMEA, Dr. Helen-Deborah Maier ([am.europeanmarketing@credit-suisse.com](mailto:am.europeanmarketing@credit-suisse.com))

ADM/CH/D/2008/07\_06

## Kontakt

CREDIT SUISSE (DEUTSCHLAND) AKTIENGESELLSCHAFT  
Jungthofstraße 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](mailto:investment.fonds@credit-suisse.com)

Diese Publikation ist nicht das Ergebnis einer substanziellen Analyse oder Finanzanalyse und stellt keine Investmentanalyse oder Analyseempfehlung im Sinne der Regeln der jeweiligen lokalen Aufsichtsbehörde dar. Diese Publikation dient zu Informationszwecken, ist ausschließlich zu Ihrem persönlichen Zweck bestimmt und stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot zur Zeichnung oder zum Kauf der erwähnten Produkte oder Dienstleistungen dar. Die bereitgestellten Informationen gelten nicht als ausreichende Grundlage für eine Anlageentscheidung. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus Quellen, die als zuverlässig gelten; dennoch garantiert die Credit Suisse weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die Credit Suisse haftet nicht für Verluste, die aus der Nutzung dieser Informationen entstehen können. Preis, Wert und Ertrag von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten können sowohl fallen als auch steigen. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen stellen weder eine anlagebezogene, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Empfehlung noch eine Zusicherung über die Vereinbarkeit einer Investition oder Strategie mit spezifischen Lebensumständen oder eine sonstige persönliche Empfehlung für Anleger dar. Die historische Performance ist keine Garantie für die zukünftige Entwicklung. Devisenkurse können einen negativen Einfluss auf Wert, Preis oder Ertrag aller in dieser Publikation erwähnten Produkte haben. Alternative Anlagen, Derivate oder strukturierte Produkte sind komplexe Anlageinstrumente, die typischerweise ein hohes Risiko aufweisen und nur für den Verkauf an Anleger bestimmt sind, die das damit verbundene Risiko verstehen und akzeptieren. Investitionen in Schwellenmärkte sind spekulativ und beträchtlich volatil als Investitionen in herkömmliche Märkte. Zu den Risiken zählen beispielsweise politische, wirtschaftliche, Bonitäts-, Währungs- und Marktrisiken. Vor Abschluss einer Transaktion sollte sich der Anleger über die Vereinbarkeit einer solchen Transaktion mit seinen Lebensumständen und Zielen Klarheit verschaffen. Die Credit Suisse empfiehlt, dass der Anleger die besonderen finanziellen Risiken sowie die juristischen, regulatorischen, kreditmäßigen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen unabhängig mit einem professionellen Berater prüft. Der Emittent der hier erwähnten Wertschriften oder eine der Gesellschaften der Credit Suisse hat möglicherweise aufgrund der in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Analysen gehandelt, bevor sie den Kunden der Credit Suisse zugänglich gemacht wurden. Eine Gesellschaft der Credit Suisse kann sich im gesetzlichen Rahmen mit dem Emittenten der hier erwähnten Wertschriften an anderen Finanzgeschäften beteiligen oder in sie investieren, Dienstleistungen erbringen oder Geschäfte von solchen Emittenten akquirieren und/oder Positionen an solchen Wertschriften oder Optionen halten oder Transaktionen damit ausführen. WEDER DIESE PUBLIKATION NOCH EINE KOPIE DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT ODER DAHIN MITGENOMMEN ODER IN DEN VEREINIGTEN STAATEN VERTEILT ODER US-PERSONEN AUSGEHÄNDIGT WERDEN. Die Informationen in dieser Publikation sind nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem die Credit Suisse und/oder ihre Tochtergesellschaften oder mit ihr verbundene Gesellschaften Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müsste. Die vorliegende Publikation darf ohne die schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder ganz noch teilweise vervielfältigt werden. Copyright © 2008 Credit Suisse Group und/oder mit ihr verbundene Gesellschaften. Alle Rechte vorbehalten.