

Trends

Winter 09|10

Zuverlässigkeit

Asset Allocation 2009 – ein guter Jahrgang

Macro Global Moderates, aber weiterhin positives Wachstum nach globaler Belebung

Dossier

Zuverlässigkeit Diversifikationsvorteile dank globaler Anleihen

Alternative Investments

Risikomanagement: ein Denkmuster im Wandel

Inhalt

Asset Allocation	4	2009 – ein guter Jahrgang
Asset Allocation	5	Outlook
Macro Global	8	Moderates, aber weiterhin positives Wachstum nach globaler Belebung
Dossier	10	Zuverlässigkeit Diversifikationsvorteile dank globaler Anleihen
Equity Global	12	Indirekte Schweizer Immobilienanlagen: Stabilität und Diversifikation
Fixed Income Global	14	Nachfrage nach Anleihen bleibt hoch
Alternative Investments	18	Risikomanagement: ein Denkmuster im Wandel
Special Topic	20	Kein Distressed-Kreditzyklus nach Schema F



Thames River Barrier:
zuverlässiger Schutz

Editorial



Robert Parker
Vice Chairman
Credit Suisse Asset Management

Liebe Leserin, lieber Leser

Die Welt dreht sich in atemberaubendem Tempo. Noch vor einem Jahr wähten wir uns am Rande eines Abgrunds. Heute sieht es weniger schlimm aus. Doch der rasche Wandel lässt uns schnell atemlos werden.

In einem solchen Umfeld ist ein klarer Kurs mit Umsicht gefragt. Von einem Partner erwartet man also in erster Linie Verlässlichkeit. Diesem Schlagwort ist unsere aktuelle Ausgabe gewidmet.

Wir hoffen, dass Ihnen die Lektüre interessante Informationen und neue Denkanstöße liefern wird.

Freundliche Grüße

A handwritten signature in black ink that reads "Robert Parker". The signature is written in a cursive style with a long horizontal stroke at the end.

Robert Parker
Vice Chairman



Wir freuen uns auf Ihre Kommentare und Ihr Feedback zu «Trends». Senden Sie uns eine E-Mail an:

am.marketing@credit-suisse.com

Asset Allocation

2009 – ein guter Jahrgang

Patrick Bucher, Investment Strategy

Es ist bestimmt noch etwas verfrüht und deshalb auch nicht ungefährlich, jetzt schon eine Bilanz des Anlagejahres 2009 ziehen zu wollen. Dennoch zeichnet sich heute schon ab, dass das Jahr 2009 sich unter die guten Anlage-Jahrgänge einreihen wird. Dies steht ganz sicher im Widerspruch zu den meisten Erwartungen zu Jahresbeginn. Entsprechend sind viele Anleger noch ungenügend positioniert. Bleiben neue Hiobsbotschaften aus, sorgt die hohe Liquidität für ein Anhalten der Aufwärtsbewegung und schmälert die Aussicht auf größere Marktkorrekturen.

Nach den massiven Kursverlusten 2008 und den desolaten makroökonomischen Daten schien die Zielsetzung für viele professionelle Anleger zum Jahresbeginn klar: 2009 geht es darum, weitere Verluste auf dem dezimierten Vermögen zu verhindern. Anlagen in Aktien oder andere risikobehaftete Anlagen wollte man frühestens bei verlässlichen Anzeichen einer nachhaltigen Erholung der Weltwirtschaft vornehmen. Der nochmalige Kollaps mit neuen Tiefstständen in vielen entwickelten Märkten schien der Strategie vorerst recht zu geben. Die rasante Erholung von den

Krisenlevels hat dann jedoch eine Mehrheit von Anlegern auf dem falschen Fuße erwischt. Zu schnell gestalteten sich die Kursavancen, als dass sie die skeptischen Investoren zum Kauf bewegen konnten. Mit den fortschreitenden Gewinnen steigt jedoch der Stress. 2009 könnte gar zum großen Anlagejahr werden. Da will man doch nicht ganz ohne Aktien ins Jahresende gehen.

Warten auf die Korrektur

Der bisherige Kursverlauf spiegelt diese Anlegerpositionierung wider. Größere Korrekturen sind bis heute ausgeblieben, da temporäre Rückschläge nach enttäuschenden Wirtschaftsdaten zügig als Kaufgelegenheit genutzt werden. Bleiben größere Enttäuschungen aus, würde auch eine Beschleunigung der Erholung nicht erstaunen.

Wir bleiben deshalb vorerst weiterhin bei unserer übergewichteten Aktienposition. Dies schließt nicht aus, dass wir im Sinne eines Rebalancing punktuell Gewinne mitnehmen, da die Marktbeziehung unsere Übergewichtung in den letzten Monaten weiter verstärkt hat. Ein mögliches Überschießen der Märkte, welches wir für die kommenden Monate nicht ausschließen, wäre dann das Sig-

nal für eine deutlichere Reduktion in der Asset Allocation.

Vieles spricht für «risky assets»

Erstaunlich unaufgeregt präsentieren sich in den letzten Monaten die Obligationenmärkte. Mit Ausnahme der Normalisierung bei den Renditen der US-Treasuries hat der prophezeite Anstieg der Zinsen noch kaum stattgefunden. Längerfristig sind die Risiken gerade bei langlaufenden Anleihen sicher beträchtlich. Doch der Preis einer allzu kurzen Duration ist angesichts der steilen Zinskurven hoch. Auch wenn die Jahresteuern aufgrund der Basiseffekte beim Ölpreis in den nächsten Monaten steigen wird, ist das Risiko eines deutlichen Anstiegs der Inflationsraten vorerst noch gering. Deshalb limitieren wir die Abweichungen zur Benchmark und konzentrieren unsere Bondanlagen dafür auf die europäischen Märkte, welche bei einem eventuellen Zinsanstieg weniger verlieren sollten. Nichts verändert hat sich an unserer Präferenz von Unternehmens- zu Staatsanleihen.

Musterportfolio Multi Asset Class Solutions für Pensionskassen

	EUR	GBP	USD	JPY	CAD/AUD & Rohstoffe	Emerging Markets	Total
Geldmarkt	9,0%	0,0%	0,3%	0,1%			9,4%
	10,0%	0,0%	0,0%	0,0%			10,0%
Anleihen	56,1% ▲	0,0% ▼	0,0%	1,7% ▲			57,8%
	55,0%	1,0%	2,0%	2,0%			60,0%
Aktien	13,0% ▲	0,2% ▼	12,7% ▼	3,0%	3,4%	0,5% ▼	32,8%
	10,0%	3,0%	12,0%	3,0%	2,0%	0,0%	30,0%
Total	78,1% ▲	0,2% ▼	13,0%	4,8%	3,4%	0,5% ▼	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», 09|10.09.

Quelle: Credit Suisse

Asset Allocation Outlook

Aktienmarkt		20.10.2009
USA (S&P 500)		1091
Deutschland (DAX)		5812
Niederlande (AEX)		325
U.K. (FTSE 100)		5243
Frankreich (CAC 40)		3873
Italien (MIBTEL)		24228
Spanien (IBEX 35)		11790
Schweiz (SMI)		6427
Japan (TOPIX)		913

Infolge der aktuellen Kursturbulenzen verzichten wir einstweilen auf konkrete Kursziele.

Kapitalmarkt (10 Jahre)		12 Monate	Rendite in % (lokal)	in EUR
USD	3,40	4,20	-2,5	-8,6
CAD	3,46	3,90	0,2	-5,1
AUD	5,56	6,20	1,3	-7,9
JPY	1,36	1,90	-3,1	-6,0
EUR	3,32	3,90	-1,0	-1,0
GBP	3,70	4,30	-0,7	-3,0
CHF	2,14	2,80	-3,1	-1,1

Geldmarkt				
USD	0,28	1,30	0,7	-5,6
CAD	0,50	0,60	0,5	-4,8
AUD	3,90	4,30	4,1	-5,3
JPY	0,33	0,30	0,3	-2,7
EUR	0,69	1,60	1,0	1,0
GBP	0,59	1,40	0,9	-1,5
CHF	0,27	0,80	0,5	2,5

Währungen		in EUR		
USD	1,50	1,60		-6,2
CAD	1,56	1,65		-5,3
AUD	1,62	1,78		-9,0
JPY	136,61	140,80		-3,0
CHF	1,51	1,48		2,0
GBP	0,90	0,93		-2,3

Gold		Rendite in % (lokal)		
USD/oz	1055	1100	4,2	-2,3

Quelle: Credit Suisse

Macro Global

Moderates, aber weiterhin positives Wachstum nach globaler Belebung

Thomas Herrmann, Global Economics & Forex Research

! Wussten Sie, dass ...?

... neuste Daten auf ein Ende der globalen Rezession hindeuten?

... Asien die erste Region war, wo die Belebung sichtbar wurde?

... trotz der Erholung, die Niveaus in vielen Bereichen unter denen des letzten Jahres bleiben?

... Zentralbanken in einigen Bereichen die Rolle des Finanzsystems übernehmen?

weite Produktion wurde oft stärker gedrosselt als es dem Rückgang der Nachfrage entsprach, was einen Lagerabbau zur Folge hatte. Die Unternehmen und Konsumenten gewöhnen sich langsam an eine Realität, die häufig mit «besser als erwartet» beschrieben wird. Die Aufstockung der Lager, die voraussichtlich noch einige Quartale anhalten wird, verstärkt den anfänglichen Schub.

Konjunkturprogramme implizieren eine langfristige Abschwächung

Der anfängliche Konjunkturschub wurde auch durch kurzfristige fiskalpolitische Maßnahmen wie die US-Version der Abwrackprämie («Cash for Clunkers») verstärkt. Diese ist aber auch ein anschauliches Beispiel dafür, dass kurzfristig angelegte Maßnahmen schnell verpuffen können, wie der vorübergehende kräftige Anstieg der US-Autoverkäufe im August zeigt. Nachhaltigere Auswirkungen haben andere umfassende Maßnahmen in noch nie dagewesenem Ausmaß. Noch immer werden weltweit staatliche Konjunkturprogramme aufgelegt, die wahrscheinlich die Konjunkturerholung in den kommenden Quartalen stützen werden. Irgendwann jedoch wird die derzeit expansive Fiskalpolitik wieder restriktiver werden, um ein nachhaltigeres Schuldenniveau zu ermöglichen. Um dieses Ziel zu erreichen, müssen die Regierungen weniger ausgeben und/oder ihre Einnahmen erhöhen. Dies dürfte jedoch das Wachstum bremsen. Daher erwarten wir, dass der Aufschwung in den Industrieländern längerfristig gedämpft ausfallen wird als in den Schwellenländern. Interessanterweise wird eine restriktive Fiskalpolitik wahrscheinlich auch den Spielraum der Zentralbanken für Zinserhöhungen einschränken (oder die Notwendigkeit dazu verringern).

Die starke Dynamik der Konjunkturerholung lässt sich wahrscheinlich nicht aufrechterhalten. Dennoch sollte der Wachstumstrend der Weltwirtschaft anhalten, denn die Schwellenländer zeigen sich widerstandsfähig, die Geldpolitik ist expansiv, die Bedingungen auf den Finanzmärkten normalisieren sich und das Bankensystem ist auf dem Wege der Besserung. Das Inflationsrisiko scheint zwar gering zu sein, doch die Zentralbanken müssen sich über Ausstiegsstrategien und die Frage Gedanken machen, ob zur Bekämpfung

der Inflation der Vermögenspreise ein Paradigmenwechsel notwendig ist.

Die neuesten Daten bestätigen, dass die weltweite Rezession beendet ist und dass sich die Konjunktur in den letzten Monaten deutlich erholt hat. Beispielsweise sind die Exporte nach ihrem Einbruch in der Rezession gestiegen (so haben die japanischen Exporte seit Januar um 45 Prozent zugelegt) und die Industrieproduktion hat sogar kräftig zugelegt (z.B. Anstieg der Autoproduktion in den USA um 30 Prozent seit Juni). Die welt-

Wachstumsvorsprung in Asien bzw. in den Schwellenländern als wichtiges strategisches Thema

Asien war die erste Region, die eine starke Widerstandskraft entwickelte. Die ersten Wachstumsschätzungen und andere Daten für das dritte Quartal bestätigen, dass sich die Konjunktur belebt. Selbst wenn man die chinesischen Statistiken außer Acht lässt, zeigt sich das «China-Syndrom» auch in rohstoffexportierenden Ländern wie Brasilien und Australien oder an den Unternehmensgewinnen weltweit. Dabei fand ein Wandlungsprozess statt: von der Öffnung (z.B. Chinas Beitritt zur Welthandelsorganisation im Jahr 2001) über Produktivitätsgewinnen bis zur Transformation des Wachstumsmodells. Insbesondere durch die stärkere Binnennachfrage (dank stärkerer Einkommenssteigerungen, dem Rückgang der Sparquote und schließlich dem Zugang zu Krediten) eröffnen sich für Hersteller von Konsum- und Investitionsgütern außerhalb Asiens, die auf diesen Märkten tätig sind, neue Umsatzquellen. Das macht diesen Trend für die Anleger hoch interessant.

Das Inflationsrisiko bleibt gering

Das Wachstum wird sich nach der kräftigen Belebung wahrscheinlich wieder abschwächen, aber im positiven Bereich bleiben. Im nächsten Jahr dürfte die weltweite Wirtschaftsaktivität zum Trendwachstum zurückkehren. Entsteht dadurch Inflationsdruck? Wir rechnen zwar damit, dass die Inflation in den kommenden Monaten aufgrund von Basiseffekten im Zusammenhang mit dem Ölpreis stark steigen wird (nach unseren Schätzungen von einem Tief von -2,1 Prozent in den USA im Juli auf rund +2,7 Prozent im Dezember). Die Inflationsrisiken werden jedoch oft übertrieben. Die Wirtschaft erholt sich zwar, aber in vielen Regionen der Welt

dürften die hohen Wachstumsraten des letzten Jahres deutlich verfehlt werden, und nichts deutet am Arbeitsmarkt auf einen bevorstehenden Lohndruck hin. Dennoch scheinen sich die Inflationserwartungen, ob marktinduziert oder durch Umfragen ausgelöst, hartnäckig zu halten.

Unterschiede in der globalen Geldpolitik

Die Zentralbanken haben im Verlauf der Krise die Leitzinsen drastisch gesenkt, um das Wirtschaftswachstum zu stützen. Einige senkten sie bis auf null und mussten zusätzliche, unorthodoxe geldpolitische Instrumente einsetzen. De facto rissen sie einige Funktionen im Banken- und Finanzsystem an sich, z.B. Kreditausleihungen (Fed, EZB) oder die Unternehmensfinanzierung (Bank of Japan, Kauf von kurzfristigen Schuldpapieren durch die Bank of England). Andere gingen noch weiter und kauften ein erhebliches Volumen an Staatsanleihen oder intervenierten auf den Devisenmärkten (z.B. die Schweizerische Nationalbank). Ziel dieser Maßnahmen war es, dafür zu sorgen, dass die geldpolitischen Entscheidungen auch tatsächlich an den Geld- und Kreditmärkten ankommen (z.B. bei den langfristigen Hypothekenzinsen). Jetzt, wo die Lage etwas freundlicher aussieht, werden Unterschiede in der globalen Geldpolitik sichtbar. Die zusätzlichen Maßnahmen müssen so schonend wie möglich zurückgefahren werden, was in einigen Fällen problematisch sein wird, wenn die Zentralbanken ihre Rolle als wichtige Grenzkäufer aufgeben werden. Schon jetzt zeichnet sich ein Zinsgefälle ab. Einige Zentralbanken der Schwellenländer fahren mit einer Zeitverzögerung mit den Zinssenkungen fort (z.B. in der Türkei und Ungarn), andere gehen zu Zinserhöhungen über (so in

i

Die Abwrackprämie ist ein gutes Beispiel für eine vorübergehende Maßnahme, deren Wirkung schnell verpufft.

Australien und Norwegen). Auch die wichtigsten Notenbanken dürften die extreme Niedrigzinspolitik im nächsten Jahr aufgeben. Sehr wichtig für die Anleger wird es sein, ob die Zentralbanken den Vermögenspreisen nicht nur verstärkt Aufmerksamkeit schenken, wenn sie fallen, sondern auch, wenn sie steigen.

Equity Global

Indirekte Schweizer Immobilienanlagen: Stabilität und Diversifikation

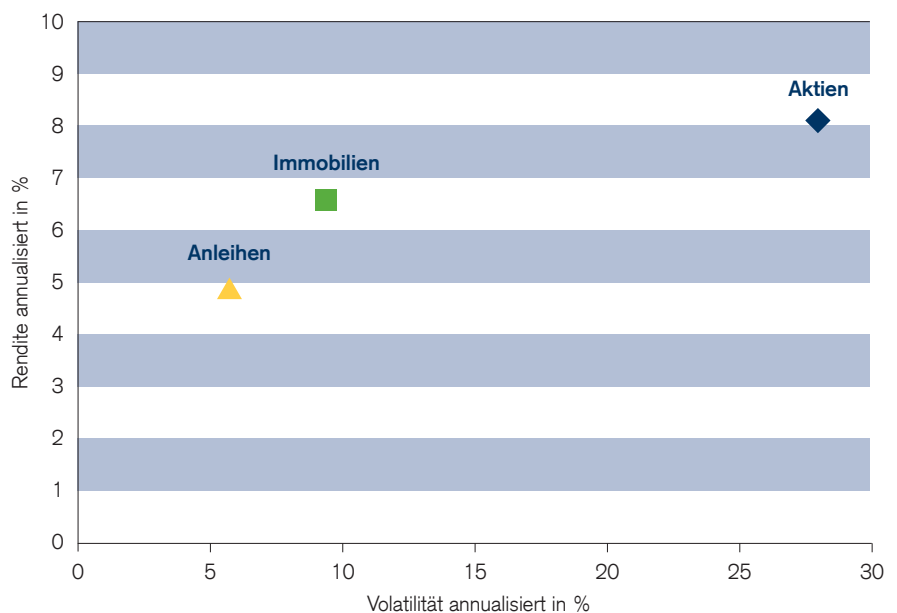
Christoph Knecht, Portfolio Manager

Indirekte Immobilienanlagen in Immobilienfonds und Immobilien-AGs erzielen eine stabile Performance, eine bessere Diversifikation, einen hohen Schutz gegen konjunkturelle Einbrüche und Inflation bei einer tiefen Korrelation gegenüber anderen Anlageklassen.

In der Periode von 1960 bis 2009 lag die durchschnittliche Jahresrendite von Immobilienfonds bei 6,6 Prozent und damit praktisch genau zwischen derjenigen von Aktien mit 8,1 Prozent und derjenigen von Anleihen mit 4,9 Prozent. Vergleicht man nun die Volatilitäten der Anlagekategorien miteinander so fällt auf, dass die Immobilienfonds ihre Renditen mit einer Volatilität von 9,4 Prozent und somit deutlich tiefer als diejenige von Aktien mit 28 Prozent und nur leicht höher als jene von Anleihen mit 5,7 Prozent erzielen konnten. Zudem kann dank der tiefen Korrelation (Aktien 0,43 und Anleihen 0,39) durch Beimischung von indirekten Immobilienanlagen bei gleich bleibendem Risiko eine höhere Portfolioerrendite erzielt werden. Eine Anlage in indirekten Immobilien ist somit einerseits dank ihrer vorteilhaften Rendite/Risiko-Struktur und andererseits aus Diversifikationsgründen eine hervorragende Ergänzung für jedes Portfolio und zeichnet sich durch stabile und regelmäßige Erträge aus. Zudem verfügen Immobilienanlagen auch über einen gewissen Inflationsschutz, da die Mietzinsen in der Schweiz eine Teuerungskomponente beinhalten.

Die langfristig gute Performance in Kombination mit einem attraktiven Rendite/Risiko Verhältnis führte zu einem starken Wachstum des indirekten Immobilienmarktes. Das verwaltete Vermögen der Immobilienfonds wuchs über die letzten Jahre mit rund 7 Prozent per annum.

Abbildung 1: Positionierung im Risiko/Rendite-Raum



Quelle: Credit Suisse

Gemäß Schätzungen haben schweizerische Pensionskassen bereits über ein Viertel ihrer Immobilienanlagen indirekt investiert, mit zunehmender Tendenz. Einerseits werden Direktanlagen verbrieft (Sekuritisation), andererseits wird auch die Immobilienquote generell via indirekte

Anlagen erhöht. In einer ersten Phase halten Pensionskassen die erworbenen indirekten Immobilienanlagen oft passiv in ihrem Depot («Buy&Hold»). Mit zunehmendem Umfang stellt sich jedoch die Frage des aktiven Managements dieser Immobilien-Investments.

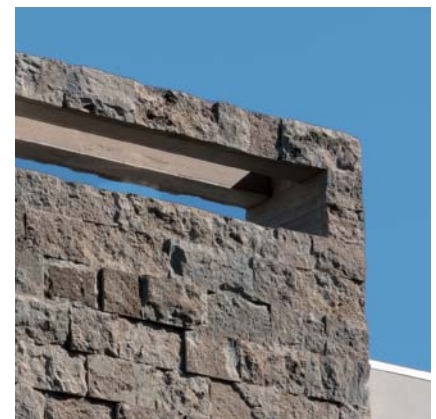
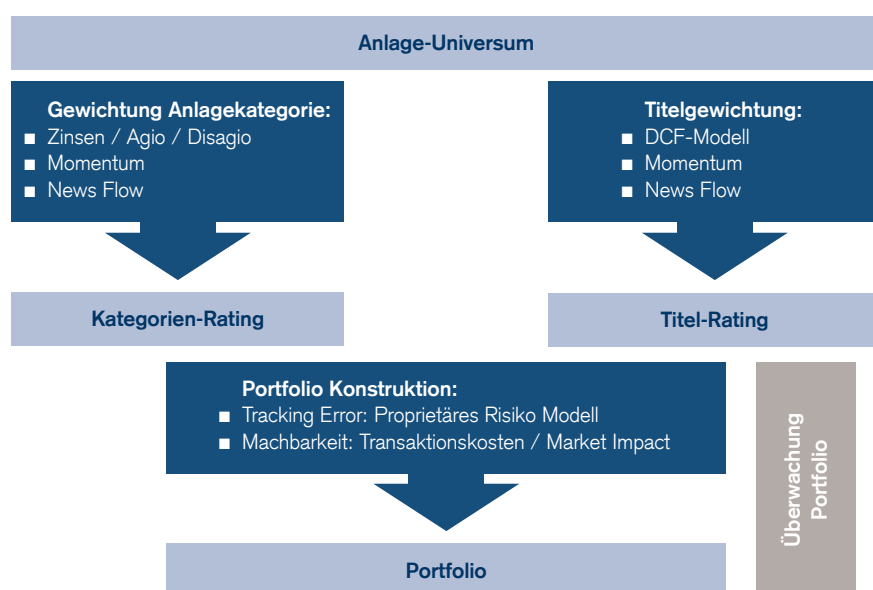


Abbildung 2: Vom Universum zum Portfolio



Quelle: Credit Suisse

Die Research-Abdeckung für indirekte Schweizer Immobilienanlagen ist sehr spärlich, da die großen Brokerhäuser wegen fehlendem Volumen sich nicht in diesem Nischenmarkt engagieren. Genau deshalb bietet dieser Markt ideale Bedingungen für ein aktives Management basierend auf Primärresearch und fundamentaler Analyse (Top-down und Bottom-up). Im Zentrum unseres Anlageprozesses steht eine eigens entwickelte Bewertungsplattform, welche den fairen Wert der einzelnen Anlagegefäße mithilfe der DCF-Methode bestimmt. Für das Timings der Umsetzung des Investitionsentscheides berücksichtigen wir zusätzlich das Momentum und den News Flow des jeweiligen Titels. Unter Anwendung unseres Anlageprozesses bilden wir ein konzentriertes, aber dennoch gut diversifiziertes Portfolio mit rund 25 Titeln.

Mit einem strengen Investment-Prozess und einer zuverlässigen Titelselektion kommt man zum Ziel. Credit Suisse hat große Erfahrung und einen soliden Erfolgsausweis im aktiven Management dieser Klasse.



Fixed Income Global

Nachfrage nach Anleihen bleibt hoch

Luc Mathys, Multi Asset Class Solutions Fixed Income

Die Bedingungen an den Finanzmärkten und die gesamtwirtschaftliche Lage haben sich in den vergangenen Monaten weiter verbessert, obschon jüngst auch einige enttäuschenden Zahlen vermeldet wurden. Die Mehrheit der Marktteilnehmer scheint davon auszugehen, dass wir in den nächsten Quartalen einen relativ starken Aufschwung erleben werden. Aktien und risikoreichere Anleihen tendierten in letzter Zeit fester. Im Gegensatz dazu blieben die globalen Zinssätze relativ unverändert. Die Marktteilnehmer rechnen damit, dass die fiskalpolitischen Maßnahmen allmählich zurückgefahren werden und dass

der Konsum aufgrund der weiterhin düsteren Aussichten für den Arbeitsmarkt schwach bleibt. Die weltweit hohen Liquiditätsbestände und die niedrigen Geldmarktzinsen veranlassen die Anleger, ihr Geld in höherverzinsliche Anlagen zu investieren. Diese Entwicklung kommt nicht nur Unternehmensanleihen, sondern auch langfristigen Staatsanleihen zugute.

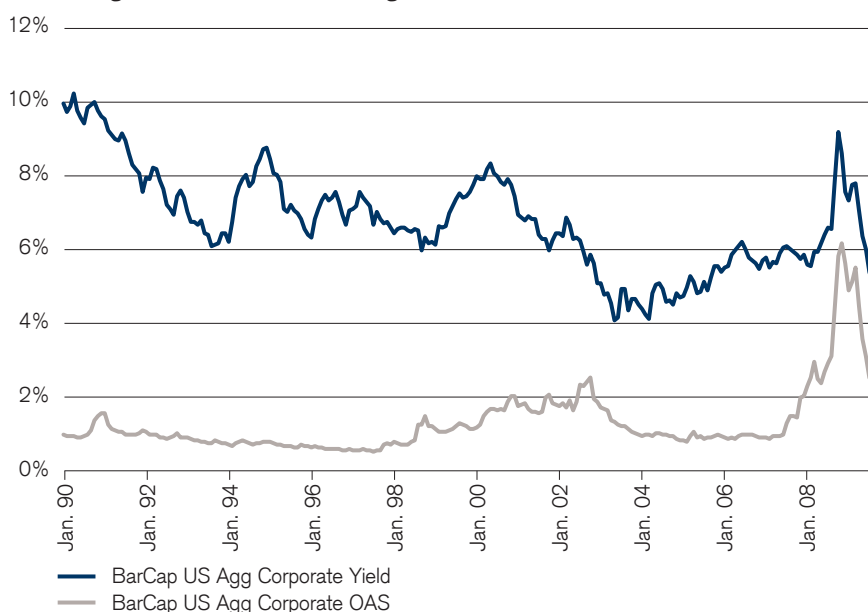
Die Renditen von Staatsanleihen wie auch die Risikoprämien sind in den vergangenen Monaten weltweit stark gesunken. Die absoluten Renditen von Unternehmensanleihen sind dadurch auf den tiefsten Stand seit 2005 gefallen.

Dank des niedrigen Zinsniveaus und unter anderem tieferer Hypothekenzinsen haben sich in letzter Zeit auch die Kreditbedingungen für Unternehmen, Finanzinstitute und Haushalte verbessert. Dies stärkt die Dynamik der globalen Wirtschaftserholung und trägt dazu bei, dass sich die Lage an den Finanzmärkten normalisiert. Andererseits schichten die Anleger ihre Portfolios vor diesem Hintergrund in höherverzinsliche und damit risikoreichere Anleihssegmente wie High-Yield- und Schwellenländerpapiere um. Die Anleger wollen zudem von den steileren Zinskurven profitieren und erhöhen die Duration im Hinblick auf weitere Renditeanstiege.

Im Zuge dieser hohen Anlegernachfrage legten sämtliche Anleihssegmente zu; seit Jahresbeginn verzeichnen sie eine positive Performance. Mit einer Performance von 40 Prozent schnitten High-Yield-Anleihen am besten ab. Wandelanleihen stiegen um 32 Prozent und Schwellenländeranleihen um 26 Prozent. Investment-Grade-Anleihen überflügelten Staatsanleihen aufgrund der sinkenden Risikoprämien, und inflationsgeschützte Anleihen übertrafen Nominalanleihen.

Das weltweit große Angebot an Staatsanleihen, regierungsnahen Anleihen und Unternehmensanleihen wurde trotz rekordhoher Emissionsvolumen gut absorbiert. Private und institutionelle Anleger zeigten ein großes Interesse an Anleihssegmenten, da die Opportunitätskosten von Barbeständen, die während der Finanzkrise angehäuft wurden, steigen. Im laufenden Jahr haben die Zentralbanken im Rahmen der quantitativen Lockerung einen wesentlichen Teil der neu ausgegebenen Staatsanleihen selbst aufgekauft oder verkauft sie an ausländische Zentralbanken. Wie aus Abbildung 3 hervor-

Abbildung 1: Die Situation beruhigt sich



Quelle: Barclays Capital US Aggregate index

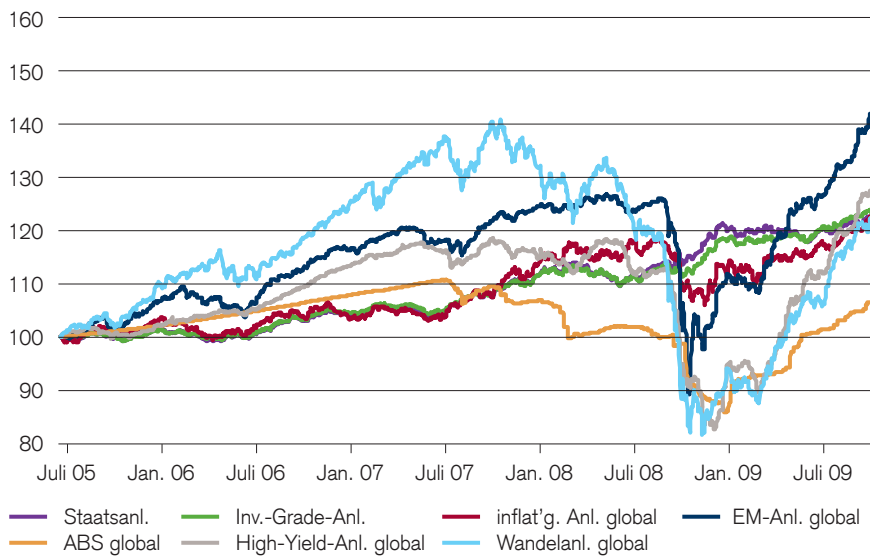
geht, haben alleine die US-Notenbank und die Bank of England Staatsanleihen und hypothekenbesicherte Wertpapiere im Umfang von rund USD 1.500 Mrd. aufgekauft und dadurch einen Großteil des zusätzlichen Nettoemissionsvolumens absorbiert.

Da sich die Nachfrage seitens der Zentralbanken allmählich abschwächen und diese die Geldversorgung allmählich einschränken dürften, werden Neuemissionen unserer Meinung nach im nächsten Jahr einen Negativfaktor darstellen. Das Emissionsvolumen von Staatsanleihen dürfte angesichts der hohen Haushaltsdefizite und zahlreicher in den nächsten Jahren auslaufender Regierungsgarantien für Finanzinstitute hoch bleiben.

Nebst der Angebots- und Nachfragesituation wird sich 2010 ein weiterer wichtiger Faktor auf den Anleihenmarkt auswirken, nämlich der Zeitpunkt und die Geschwindigkeit des Ausstiegs der Zentralbanken aus der expansiven Geldpolitik. Die australische Zentralbank hat bereits wieder begonnen, die Zinsen anzuheben. Damit ist die Debatte über den geldpolitischen Kurs im Jahr 2010 eröffnet. Als nächste Kandidaten für Zinserhöhungen werden Kanada, Neuseeland und Norwegen gehandelt. Wir sind der Ansicht, dass die EZB und die US-Notenbank an ihrer expansiven Geldpolitik festhalten werden, solange sich auf dem Arbeitsmarkt keine Besserung abzeichnet. Die Gefahr von geldpolitischen Fehlentscheidungen und neuerlichen Fehlallokationen nimmt allerdings zu. Steigende Zinsen würden zudem großen Druck auf die Bewertungen von Anleihen im Allgemeinen ausüben, da die Geldflüsse in Unternehmens- und auch längerfristige Anleihen dann austrocknen könnten.

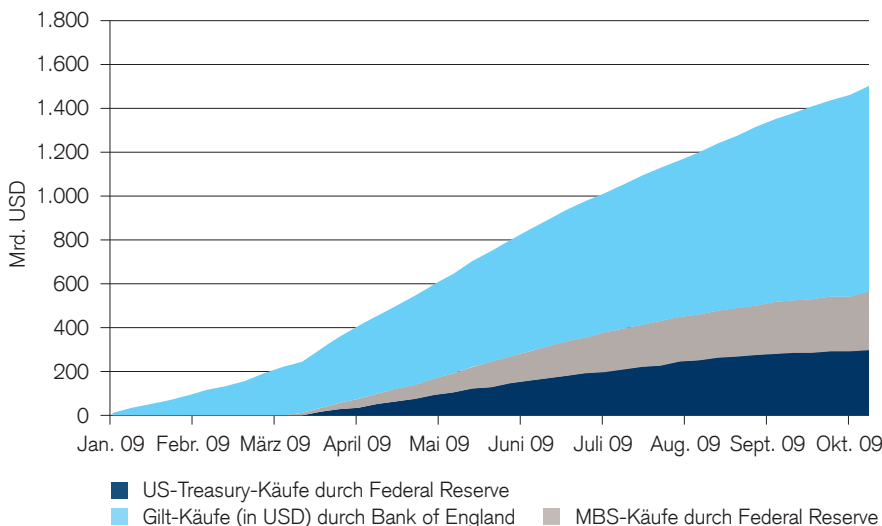


Abbildung 2: Anleihenperformance weltweit



Quelle: Bloomberg, JP Morgan, Citigroup, Barclays Capital, Deutsche Bank, UBS

Abbildung 3: Aufkauf von Staatsanleihen und hypothekenbesicherten Wertpapieren durch die US-Notenbank und die Bank of England



Quelle: JPMorgan, Bloomberg

Globale Zins- und Kreditstrategie

Unseres Erachtens werden Staatsanleihen kurzfristig weiterhin auf Unterstützung zählen können. Grund dafür ist, dass die Bilanzen der Haushalte unter Druck bleiben, die Kreditbedingungen sich nur zögernd entspannen und die Inflationsgefahr vorerst begrenzt scheint. Mittel- bis langfristig könnten die Zinsen infolge der Verschlechterung der Haushaltslage in vielen Staaten und des erhöhten Inflationsrisikos im Zuge einer expansiven Geldpolitik steigen. Wir empfehlen, die Portfolios im mittleren Segment der Kurve zu positionieren. Dadurch profitieren die Anleger, wenn die Zentralbanken mit ersten Zinserhöhungen zuwarten, und sichern ihre Portfolios gleichzeitig ab für den Fall eines unerwarteten Kurswechsels in der Geldpolitik, der sich am langen Ende der Zinskurve negativ auswirken würde. Was die Allokation in einzelne Märkte betrifft, konzentrieren wir uns weiterhin auf die Fundamentaldaten von Staatsanleihen und geben europäischen gegenüber US-Staatsanleihen den Vorzug. Abgesehen von den Bewertungen sehen wir angesichts des aktuellen Niedrigzinsumfelds nach wie vor Spielraum für einen weiteren Rückgang der Kreditrisikoprämien. In gewissen Bereichen dürften die Anleger bei weiteren Kursanstiegen jedoch zunehmend vorsichtiger werden. Zudem ziehen am M&A-Himmel dunkle Wolken auf. Wir bevorzugen weiterhin ausgewählte Unternehmens- und Finanzanleihen im oberen Qualitätssegment (langfristige erst- und zweitrangige Anleihen) gegenüber Staatsanleihen. Der Grund dafür ist, dass Erstere nach wie vor vergleichsweise attraktiv bewertet sind und auch weiterhin von den geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen profitieren werden. Wir empfehlen ferner eine Allokation in inflationsgeschützte Anleihen,

um sich gegen die Inflation in den nächsten Jahren abzusichern. Zu guter Letzt halten wir ausgewählte Schwellenländeranleihen und europäische forderungsbereicherte Wertpapiere für attraktiv.

Zinsstrategie für die Schweiz

Die Schweizer Wirtschaft ist im zweiten Quartal weniger stark als erwartet geschrumpft. Die Ergebnisse von Wirtschaftsumfragen verbessern sich kontinuierlich und deuten auf ein positives Wachstum in den kommenden Monaten hin. Gleichzeitig bleibt der Ausblick für den Arbeitsmarkt trübe und die saisonal bereinigte Arbeitslosenquote stieg auf 4,1 Prozent – den höchsten Stand

seit elf Jahren. An ihrer vierteljährlichen geldpolitischen Lagebeurteilung beließ die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Leitzinsen unverändert. Zur Lage der Wirtschaft äußerte sie sich angesichts des derzeit ungewissen Umfelds vorsichtig optimistisch; für die kommenden Jahre hob sie die Wachstums- und Inflationsprognosen an. Abgesehen von den verbesserten Fundamentaldaten hat sich der Schweizer Anleihenmarkt gut behauptet. Verantwortlich dafür waren die Skepsis bezüglich der Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Erholung, der niedrige Inflationsdruck sowie die – bei relativ geringem Angebot – rege Anlegernachfrage. Zwar bleibt der Markt auch künf-

tig gut unterstützt, wir rechnen jedoch im Rahmen einer Normalisierung der Geldpolitik durch die SNB (voraussichtlich im nächsten Jahr) mit steigenden Zinsen. Außerdem dürfte die durch die hohen Liquiditätsbestände bedingte Nachfrage zurückgehen. Mit Blick auf die steile Zinskurve favorisieren wir weiterhin den Laufzeitenbereich von 5-9 Jahren und empfehlen, das Anleihenengagement selektiv auszubauen.

Wandelanleihen vereinen die Vorzüge von Aktien und klassischen Unternehmensanleihen. Wandelanleihen sind Unternehmensanleihen mit einer integrierten Aktienoption (Wandlungsrecht). Steigt der Kurs der zugrunde liegenden Aktie, reagiert die Wandelanleihe wegen der raschen Wertsteigerung der integrierten Aktienoption zunehmend wie die Aktie. Bei fallenden Aktiennotierungen wird der Kurs der zugrunde liegenden Unternehmensanleihe zur Wertuntergrenze (Bond-Floor). Der Zeitpunkt, an dem eine solche Anlage getätigt wird, kann sich vorteilhaft auswirken. Zu den wichtigsten Merkmalen von Wandelanleihen gehören:

- Das **Aktienengagement** ermöglicht die Partizipation an der Kurssteigerung der Aktien
- Der **Bond-Floor** bietet einen festen Ertrag
- **Preisgebung**: Da die Kurse von Wandelanleihen derzeit historisch niedrig sind, haben Anleger mit längerfristigem Anlagehorizont Chancen auf gute Anlagerenditen

Außerdem können die Anleger von folgenden Merkmalen profitieren:

- **Asymmetrisches Risiko-Ertrags-Profil**: unbegrenztes Gewinnpotenzial bei gleichzeitig begrenztem Verlustrisiko aufgrund des Bond-Floor (Ausnahme: Ausfall des Emittenten)
- **Diversifikationspotenzial**: globales Anlageuniversum; Unternehmensanleihen profitieren von steigender Volatilität; eingebettete Optionen mit sehr langen Laufzeiten
- **Dynamische Anpassung der Sensitivität gegenüber Anleihen- und Aktienmärkten**: Verwendung von Trendfolgeverfahren
- **Antizyklisches Emittentenverhalten**: Emittenten neigen dazu, Wandelanleihen in Phasen niedriger Aktienkurse und hoher Spreads zu emittieren und sie in Phasen stark gestiegener Aktienkurse fällig zu stellen (damit werden die Anleger zu Gewinnmitnahmen gezwungen)

Credit Suisse ist gut positioniert, um solche Wandelanleihen-Produkte anzubieten. Unsere Experten verfügen über eine umfangreiche Erfahrung an den entsprechenden Märkten und sind weltweit präsent. Unser bewährter und erfolgreicher Anlageprozess ist eine solide Möglichkeit, in diesen Markt zu investieren.

Alternative Investments

Risikomanagement: ein Denkmuster im Wandel

David Russ, Investment Strategies and Solutions

Das wiedererwachte Interesse am Risikomanagement und die Schaffung einer Risikobewusstseinskultur beherrschen derzeit die Traktandenlisten der Anlagekomitees. Angesichts der Marktereignisse der letzten Zeit und der zunehmenden Liquiditätseingpässe, mit denen institutionelle Portfolios konfrontiert sind, erstaunt dies nicht. Viele Anleger, die in naher Zukunft keine Verbesserung der Liquiditätssituation erwarten, haben aufgrund der reduzierten Renditeerwartungen begonnen, illiquide Anlagen abzuschreiben. Zudem erweist sich der Verkauf dieser Anlagen als schwierig.

Einige könnten einwenden, dass die quantitative Analyse im Portfolioaufbau in gewissem Maß durch ein qualitatives Urteil ersetzt wird. Sich bei der Messung des Risikos auf den immer dichter werdenden Dschungel von Formeln zu verlassen, mag helfen, eine Marktkorrektur beim Platzen von Blasen zu prognostizieren. Der genaue Zeitpunkt lässt sich jedoch auch mit ihnen nicht ermitteln. Investmentmanager müssen selbstverständlich Risiken eingehen, um Renditen zu generieren. Aber wie setzen CIO (Chief Investment Officer) risikobasierte und gleichzeitig realitätsnahe Lösungen um? Niemand sagte, es wäre einfach.

Risiko- und nicht Renditesteuerung

Derzeit hält ein neuer Ansatz Einzug in den globalen Portfolios: Das Risiko wird von den konzentrierten Positionen in börsennotierten Investments und Private-Equity-Anlagen auf alle anderen Anlageklassen innerhalb der Allokation verlagert. Das Risiko für börsengehandelte Anlagen lässt sich dadurch reduzieren. Das Risiko für die übrigen Anlagen nimmt dagegen zu. Insgesamt



Das Risiko für das Gesamtportfolio durch den Risikoausgleich wieder an den Ausgangspunkt zurückgeführt. CIO nehmen folglich Risikoverlagerungen innerhalb genehmigter Anlageklassen vor. Die Aufnahme neuer Anlageklassen (z.B. Infrastruktur, Frontier Markets wie Naher Osten und Nordafrika) erhöht die Diversifikation auf den ersten Blick. Aber reduzieren diese für den Fonds «neuen» und ungetesteten Anlageklassen auch das Risiko?

Letztes Jahr machte die globale und auf breiter Front stattgefundene Mean Reversion die Diversifikationsvorteile eines aus mehreren Anlageklassen bestehenden Portfolios zunichte, da die Korrelationen gegen 1 stiegen. Die Anlageklassen verhielten sich nicht wie erwartet, weshalb viele CIO nun mit einer zu hohen oder zu niedrigen Gewichtung und sogar mit Fehlallokationen in ihren Portfolios konfrontiert sind. Wie also steuert ein CIO die Risiken bei der Renditegenerierung, wenn alle bisherigen Erwartungen und Instrumente neu überdacht werden müssen?

Renditen sind zum Teil das Resultat eines überlegten und kalkulierten Risikos. Das

Verlustrisiko eines Anlageportfolios steht in der Risikohierarchie zu oberst. Volatilität oder Varianz eines Portfolios ermitteln zu können und zu verstehen, ist für die Entwicklung von Risikomanagementprozessen, die wiederum die Grundlage der Entscheidungsbildungsprozesse sind, zentral. Auch das Konzept der zugrunde liegenden Risikofaktoren gewinnt zunehmend an Bedeutung. Als sich die jüngste Krise zuspitzte, nahmen die Korrelationen und Wechselwirkungen über die Anlageklassen hinweg zu und erhöhten das Risiko für den gesamten Finanzmarkt noch. Schocks für das Finanzsystem führen zu neuen Risikoparadigmen und einer sich laufend verändernden Haltung gegenüber dem Risikomanagement.

Das Risikospektrum unter der Lupe

Mithilfe von «Risk Budgeting» wird versucht, Risiken innerhalb eines Gesamtportfolios zu identifizieren und quantifizieren. Die ausgeklügelten «Risk Budgeting»-Richtlinien bezwecken, die Risiken über die Anlageklassen hinweg so aufzuteilen, dass die Renditen unter Einhaltung des Risikobudgets auf einer passenden risikobereinigten Basis maximiert werden.

Die Palette an Risikofaktoren ist breit, schwer zu quantifizieren oder prognostizieren, und reicht vom Gegenparteirisiko bis zum idiosynkratischen Risiko, das besonderen alternativen Anlageklassen zugrunde liegt.

Da CIO sich über inhärente Risiken wie Leverage, Kredit-, Reputations-, Schlüsselpersonnen- und Betrugsrisiko sowie möglicherweise eingebettete oder Systemrisiken eine feste Meinung bilden, müssen sie in ihren Analysen auch die neue Renditeverteilung, die über Fat Tails hinausgeht und Tail Risk sowie extreme Ereignisrisiken umfasst, berücksichtigen. Eines der Instrumente, die den CIO bei der Anpassung der Risikomanagementprozesse unterstützen, ist der Reverse Stresstest. Als Ausgangspunkt wird hier ein bestimmtes Stressergebnis unterstellt und in einem nächsten Schritt analysiert, welche Ursachen zu diesem Ereignis führen können. Wir erwarten in nächster Zeit weitere neue Methoden, die einen Einblick in das Risikospektrum vermitteln und die CIO mit harten Fakten für den besseren Schutz ihrer Anlageportfolios versorgen.

Die große vereinheitlichte Risikothorie

Heute sind die CIO auf der Suche nach einer umfassenden Risikoplattform, die SÄMTLICHE potenzielle Portfoliorisiken in einem harmonischen Gesamtgefüge aller Anlageklassen zusammenfasst: die große vereinheitlichte Risikothorie. Dazu gehört die mühevoll Aufgabe der Modellierung und Zuordnung aller zugrunde liegenden einzelnen Anlageklassen (Aktien, Anleihen, Private-Equity-Investments, Derivate usw.) und ihrer Risiken in einem aktiven Portfolio sowie aller Anlagen eines Benchmark-Portfolios.

Doch das Ganze hat auch etwas Positives. Indem die allgemeinen Risikofaktoren eines Unternehmens (z.B. Kreditrisiko, Währungsrisiko, freier Cashflow und andere Faktoren) in ihre einzelnen Anlagekomponenten zerlegt und anschließend wieder aggregiert werden, sind die CIO besser in der Lage, unbeabsichtigte Überlegungen oder Wirkungen in ihren Portfolios zu erkennen.

Auch unsere Treffen mit Kunden, die einen beträchtlichen Teil ihres Vermögens in Private Equity, Wagniskapital und andere nicht börsennotierte alternative Anlageklassen investiert haben, bestätigen, dass die Schaffung eines Risikomodells, mit dem sich die nicht messbaren Risiken in diesen illiquiden Portfolios ermitteln lassen, unabdingbar ist. Die internen Renditen und Kennzahlen von Private-Equity- und anderen alternativen Anlagen in Gesamtrenditen umzuwandeln, die auf Cashflowanalysen basieren und an die öffentlichen Märkte angepasst sind, scheint theoretisch ein Kinderspiel zu sein. In Tat und Wahrheit muss dazu der Bestand des gesamten Portfolios vollumfänglich offengelegt werden – eine Transparenz, die von den Investoren seit Beginn der Liquiditätsverknappung gefordert wird.

Umsetzung eines effizienten Risikomanagements

Die Investmentmanager müssen heute dafür sorgen, dass die Risikokultur und das Risikobewusstsein im gesamten Unternehmen gefördert werden. Genauso wie jeder Mitarbeiter die Ressourcen und den Ruf des Unternehmens schützen muss, ist jeder Einzelne für sich genommen ein Risikomanager in der Organisation. Aus den Compliance Managern werden allmählich die neuen Risikomanager, während aus den Risikomanagern Partner

der Manager für Anlageklassen und der CIO bei der Strukturierung der risikobewussten Portfolios werden. Institutionen, die bislang ohne Risikomanagementprozesse oder dedizierte Mitarbeiter auskamen, gehen das Thema Risikomanagement jetzt an.

Ein auf der quantitativen Analyse beruhendes fundiertes qualitatives Urteil ist auf CIO-Ebene entscheidend, denn die Vorhersagekraft und die Prognosefähigkeit der meisten Risikomanagementinstrumente sind naturgemäß begrenzt. Nur wer die Grenzen der Risikomodelle kennt, versteht auch die möglichen positiven und negativen Portfolioergebnisse. Ein Mix aus gesundem Menschenverstand und Vertrauen in die Risikomodelle bilden folglich die Grundlage einer soliden Risikomanagementkultur.

Das Ziel des CIO besteht nicht nur darin, seine Risikomanagementanalysen, -prozesse und -modelle neu zu gestalten, sondern die diesbezüglichen Entscheidungen auch zu begründen und gegenüber den Anspruchsgruppen zu vertreten. Letztlich sollte ein erfolgreicher Risikomanagementprozess nicht zulasten der Renditen gehen. Vielmehr sollte er die effektive Generierung von Renditen in einem kontrollierbaren, reproduzierbaren und transparenten Anlageumfeld ermöglichen. Bei der Planung der Zukunft, zählt nicht nur das Modell. Genauso wichtig ist die Denkweise.

Special Topic

Kein Distressed-Kreditzyklus nach Schema F

Marko Sobic, Head Asset Management Distressed Strategies

Die derzeitige Finanzkrise könnte mit ziemlicher Sicherheit eine der vielversprechendsten Chancen – und zwar bezüglich Größe, geografischer Breite und Dauer – in der Geschichte der Distressed-Anlagen eröffnet haben. Distressed-Zyklen wurden in der Vergangenheit gewöhnlich von einem oder mehreren sektorspezifischen Schocks getragen: Gute Beispiele hierfür sind die Krise in den späten 90er-Jahren in den Schwellenländern (mit dem Zahlungsausfall Russlands und später, 2001, auch Argentiniens) und der Ausfallzyklus im Jahr 2002, von dem insbesondere die Telekommunikationsunternehmen betroffen waren.

Heute bieten sich jedoch Anlagechancen rund um den Globus und in unterschiedlichen Anlageklassen. Wir sehen den Grund dafür größtenteils im gleichzeitigen Platzen mehrerer Blasen. Der einfache Zugang zu Krediten hatte eine Überschuldung diverser Wirtschaftszweige zur Folge, weshalb die Finanz-, Unternehmens- und Verbraucherkreditmärkte, aber auch die Rohstoff-, Immobilien- und Schwellenländermärkte alle zeitgleich in die Krise schlitterten. Dies wiederum eröffnete in den traditionellen Distressed-Märkten ein immenses Chancenspektrum. Es entstanden aber auch neue vielversprechende Distressed-Segmente. In den Bereichen Mortgage-Backed Securities und Asset-Backed Securities etwa sowie bei anderen strukturierten Produkten boten sich bislang praktisch keine Anlagemöglichkeiten. Der europäische Markt für Leveraged Loans und der High-Yield-Markt entstanden erst im Jahr 2000 und sind daher beide relativ junge Märkte. Sie verzeichneten jedoch in den vergangenen fünf Jahren ein exponentielles Wachstum. Der Finanzsektor als Anbieter innovati-

ver Lösungen saß am Schluss auf Bergen toxischer Wertpapiere, so dass viele Banken zusammenbrachen oder dringend restrukturiert werden mussten. Die Grafik illustriert die potenzielle Größe des neuen Distressed-Marktes.

Am erfolgreichsten waren Investitionen in Distressed-Anlagen in der Vergangenheit jeweils auf dem Höhepunkt der Ausfallraten. Distressed-Anleger warteten in der Regel den Anstieg der Ausfallrate ab, weil der Großteil der Anleienschuldner seine Positionen erst verkaufte, wenn die Zahlungsausfälle effektiv zunahm. Diesmal war alles ziemlich anders. Im Gegensatz zu früher begannen sich die Kreditspreads im Herbst 2007, als die Konkurse noch im Sinken begriffen waren, auszuweiten und schnellten dann im Herbst 2008 in die Höhe, als die Ausfallrate noch immer unter 2 Prozent lag! Umgekehrt verengten sich die High-Yield-Spreads in den ersten neun Monaten 2008 von rund 1800 Basispunkten (Bp.) auf 760 Bp., als die Zahl der Konkurse sprunghaft auf 12 Prozent stieg. Viele Anleger verpassten diese gewaltige Rallye an den Kreditmärkten. Warum?

Früher eröffneten sich für Hedge Funds Value-Möglichkeiten, sobald ein Unternehmen Konkurs anmeldete. Long-only- und institutionelle Anleger waren nämlich aufgrund interner Anlagerichtlinien, die ihnen das Halten von notleidenden Titeln untersagten, gezwungen, ihre Positionen zu veräußern. Dieser Verkaufsdruck führte dazu, dass die Anleihen in Cents je Dollar gehandelt wurden. Im aktuellen Zyklus waren es technische (und weniger unternehmensspezifische) Faktoren, die bewirkten, dass Anleihen und Kredite in Cents je Dollar gehandelt wurden. Die Liquiditätsverknappung infolge des mas-

siven Fremdkapitalabbaus hatte weltweit verheerende Folgen für Finanzinstitute, Regierungen, Unternehmen und Privathaushalte. Die Panikverkäufe an den Kredit- und Aktienmärkten veranlassten die US-Regierung, Maßnahmen in noch nie gekanntem Ausmaß zu ergreifen, um einen vollständigen Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern. Aufgrund dieser Panikverkäufe und des Fremdmittelabbaus notierten viele Unternehmensanleihen im Distressed-Bereich, obwohl das Unternehmen keinen Konkurs angemeldet hatte. Vielen gesunden Unternehmen mit hohen Cashflows erging es so. Für den massiven Preiszerfall waren NICHT fundamentale, sondern technische Faktoren (hauptsächlich Zwangsverkäufe von CLOs, Banken und Hedge Funds) verantwortlich.

Doch selbst als Anleihen zu historischen Tiefständen von 60 US-Cent je Dollar gehandelt wurden, zögerten die Anleger noch. An einem einfachen Beispiel lässt sich zeigen, wie irrational dieses Verhalten war. Nehmen wir den Extremfall, dass die Ausfallrate von vorrangig besicherten Anleihen auf 40 Prozent steigt und die Recovery Rate nur 40 US-Cent (die Hälfte der historischen Rückgewinnungsquote für erstrangige Anleihen) beträgt. Dann werden immer noch 60 Prozent der Anleihen zum Nominalwert zurückbezahlt. Folglich mussten Anleihen, die zu 60 US-Cent gehandelt wurden, größtenteils überverkauft gewesen sein. In unserem Beispiel würde der durchschnittliche Wert eines erstrangigen Papiers 76 US-Cents betragen (60 Prozent der Nominalwertrückzahlungen von 100 US-Cent = 60 US-Cent, plus 40 Prozent der Rückzahlungsbeträge der konkursiten Unternehmen von 40 US-Cent = 16 US-Cent). Dieser Wert ist um 16 US-Cent besser als die gehandelten 60 US-Cent.

Es gibt zudem einen weiteren wichtigen Unterschied zu früheren Distressed-Kreditzyklen: Der Finanzsektor war gesund und in der Lage, die erforderlichen Finanzierungen und das benötigte Kapital für die angeschlagenen Unternehmen bereitzustellen. Die großen auf eigene Rechnung handelnden Distressed Trading Desks der bedeutenden Investmentbanken spielten im letzten Zyklus eine entscheidende Rolle. Heute sind sie größtenteils von der Bildfläche verschwunden. Zudem lassen es die Bilanzen der Banken nicht zu, Unternehmen mit Kapital zu versorgen und

ihnen bei der Restrukturierung unter die Arme zu greifen. Distressed Hedge Funds stellen aus diesem Grund eine der wenigen Kapitalquellen für Unternehmen dar, die den Turnaround anstreben.

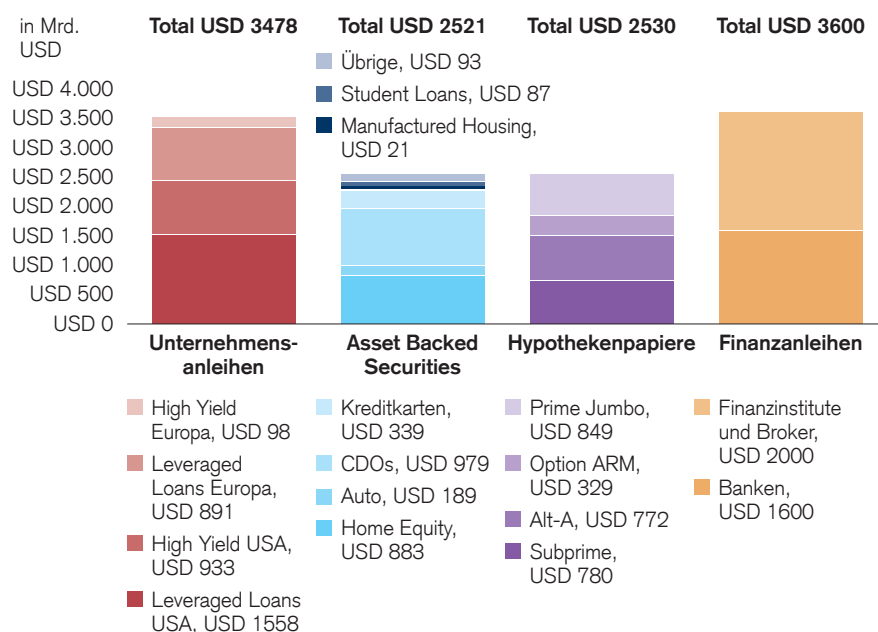
Zwischenzeitlich haben sich die Märkte stabilisiert. Auch die Risikobereitschaft der Anleger ist zurückgekehrt, und die Kreditmärkte sind wieder offen. Viele Unternehmen mit einer ungesunden Kapitalstruktur nutzen die Gunst der Stunde für eine außergerichtliche Sanierung. Sie nehmen Kapital unter Ausschluss der bis-

herigen Aktionäre auf, begeben Bezugsrechte oder nehmen Schuldumwandlungen vor. Diese Kapitalmaßnahmen und Sondersituationen lassen die Preise von Anleihen und Krediten um 10 Bp. bis 20 Bp. steigen. Wer wie im letzten Zyklus darauf wartet, dass Unternehmen Konkurs anmelden, könnte vergeblich darauf warten.

Am derzeit günstigen Umfeld für Distressed-Anlagen dürfte sich grundsätzlich für geraume Zeit nichts ändern. Selbst nach der gewaltigen Rallye an den Kreditmärkten. Hedge Funds spielen auch nach dem Zyklus von 2002 mit der Liquidation von Enron und Swissair eine bedeutende Rolle. Ereignisse wie der Kollaps von Lehman Brothers, Washington Mutual und der isländischen Banken stellen möglicherweise auf Jahre hinaus lukrative Anlagemöglichkeiten dar. Die Fälligkeitsliste für 2012 und 2013 ist sehr lang, insbesondere in Europa. Dass den Hedge Funds folglich dereinst ein üppiges Emissionsmenü serviert wird, ist gewiss.

Jede Krise nimmt einen anderen Ausgang, wie wir wissen. Wir haben nur eine handvoll Unterschiede, die wir bislang beobachtet haben, angesprochen. Es gibt noch viele weitere. Darüber hinaus ist es wichtig, über den Tellerrand hinauszuschauen. Was sich in der Vergangenheit als richtig erwies, ist es nicht unbedingt auch in der Zukunft. Uns bleibt jedoch die Gewissheit, dass Investitionen in Distressed-Anlagen sich in den nächsten vier bis fünf Jahren auszahlen werden.

Abbildung: Distressed-Märkte: ein Anlagepotenzial von USD 12 Bio.



Wir schätzen, dass lediglich USD 100 Mrd. bis USD 150 Mrd. bislang in Distressed-Anlagen flossen.

Hinweis: Periode vom 1H 2007 bis 3Q 2008, oder neuste verfügbare Daten.

Quelle: Credit Suisse Alternative Capital, International Monetary Fund und Bloomberg: Sämtliche Informationen wurden auf der Basis von öffentlich zugänglichen Informationen, internen Daten sowie anderen als zuverlässig eingestuftem Drittquellen aufbereitet. Credit Suisse hat keine Maßnahmen ergriffen, um öffentlich zugängliche Angaben und Informationen von Drittquellen in unabhängiger Weise überprüfen zu lassen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zuverlässigkeit dieser Daten wird keine Zusicherung oder Gewährleistung gegeben.

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
(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 Asset Management** und enthält Informationen für professionelle Investoren.

Herausgeber: Credit Suisse Asset Management

Redaktion: Marketing Asset Management, Dr. Helen-Deborah Maier (am.marketing@credit-suisse.com)

Kontakt

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

Service-Line:

Telefon: +49 (0)69 75 38 1111

Telefax: +49 (0)69 75 38 1796

E-Mail: investment.fonds@credit-suisse.com

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.