

Lieber Investor!

Im Moment könnte es für die Haussiers wohl besser nicht laufen – und das ausgerechnet mitten in den für die Aktienmärkte häufig sehr unerfreulichen Monaten September und Oktober! Gemach – noch ist die heikle Phase nicht vorbei, und an den Börsen kann, wie man weiss, rasch sehr viel geschehen. Doch es zahlte sich bisher aus, investiert zu bleiben. Wer im Juni unter dem Eindruck einer vorübergehenden Marktverstimmung gleich den Mut verloren hat und ausgestiegen und jetzt in Aktien stark unterinvestiert oder nicht mehr dabei ist, hat das Nachsehen. Diese Performanceeinbusse wird sich nicht so leicht aufholen lassen.

Wenig spektakulär

Die einzelnen Tagesavancen fallen zwar nie spektakulär aus, doch der Trend des Gesamtmarkts weist nach oben. Es ist gar nicht schlecht, dass massive Index-Tagesgewinne ausbleiben, denn dies müsste unweigerlich grössere Gewinnrealisationen provozieren. Der Markt soll sich, vom breiten Börsenpublikum fast unbemerkt, in kleinen Schritten nach oben arbeiten. Dabei ist es unerheblich, ob sich die Indizes in Rekordterritorium bewegen oder nicht. Mit diesem wenig spektakulären Verhalten können die Börsen auch auf einem höheren Bewertungsniveau ihre Stabilität bewahren. Die Anleger, ist von Bankern zu vernehmen, verhalten sich professionell, behalten die Ruhe und lassen sich nicht vom Konzept abbringen. Es kommt zwar jeden Tag zu Gewinnmitnahmen, was zu Handelsbeginn zu einer schwächeren Tendenz führt, doch dann setzen sich die Haussiers durch.

Wie solide die Verfassung des Markts ist, zeigt sich auch daran, wie problemlos enttäuschende Nachrichten, und auch die gibt es weiterhin, verdaut werden. Die Fähigkeit, Unerfreuliches wegstecken zu können,

zeichnet Haussemärkte aus. Ein Kursrückschlag gilt als Kaufgelegenheit, die sofort genutzt wird. Wenn sich das ändert und schlechte Nachrichten – ein nicht ganz die Erwartungen erfüllender Quartalsabschluss – nicht nur den Aktienkurs dieser Gesellschaft, sondern gleich auch die Branche und den Gesamtmarkt in Mitleidenschaft ziehen können, ist das ein klares Indiz dafür, dass der Haussemarkt an Stärke verliert und sich seinem Ende nähert.

Und jetzt noch Jahresendrally?

Optimisten hoffen nun gar, dass uns das Beste erst noch bevorsteht: Nach dem freundlichen Spätsommer gleich auch noch ein kräftiges Jahresendrally. Doch ist das nicht vermessen, derartiges zu erwarten? In der Tat: Die Statistik spricht für ein gutes Schlussquartal. Sechs Jahre ist es her, seit letztmals die führenden Aktienmärkte das vierte Quartal mit Verlust beendeten. Wie üblich liegt für die US-Märkte am meisten Zahlenmaterial vor, und dieses belegt, dass das Schlussvierteljahr gemessen am S&P-500-Index nicht nur seit einigen Jahren nicht mehr in den roten Zahlen endete, sondern jeweils auch mit Abstand der beste

Dreimonate-Abschnitt war. Eine Ausnahme war 2000, als der S&P 500 im Oktober-Dezember-Quartal 8,1% einbüsste. In den letzten zehn Jahren war das vierte Quartal sechsmal das beste. Seit 1996 legte der S&P 500 im vierten Quartal im Durchschnitt 7,8% zu, gefolgt vom zweiten (+3,7%) und dem ersten Quartal (+1%). Minuszahlen brachte hingegen das dritte Quartal (-3,9%). Wie sehen Sie es – erwarten auch Sie ein Jahresendrally? Ihre Antworten auf www.finanzinfo.ch/umfrage.

Wie weiter nach dem Zins-top?

Wie es an den Börsen weitergeht, hängt in hohem Masse von Amerika ab. Ich glaube nicht, dass sich die anderen Märkte Wallstreets Vorgabe auf Dauer entziehen können, sei das nun eine Baisse oder eine Fortsetzung des Aufschwungs. Doch wie entwickeln sich die Aktien jeweils nach Beendigung des Zinserhöhungszyklus? Die US-Zinsen dürften jetzt auf oder nahe dem zyklischen Höchst notieren. Die Ökonomen der Bank Leu sind dieser wichtigen Frage nachgegangen und haben die letzten sieben Zinszyklen seit 1973 und die jeweilige Performance der US-Aktien nach dem Höhepunkt des Fed-Zielsatzes untersucht.

Dabei zeigte sich Folgendes: Aktien brachten eine Rendite von über 20% in den zwölf Monaten nach dem Fed-Zinshöhepunkt, wenn keine Rezession unmittelbar folgte, also ein Soft landing gelang. Kam es hingegen zu einer Rezession, bewegten sie sich unter hohen Kursschwankungen seitwärts. In Bezug auf die Regionen schnitten die europäischen Valoren nach einem Soft landing am besten ab, während die USA sich am widerstandskräftigsten gegen Rezessionen erwies. Auffällig ist die schwache Performance der Schweizer Aktien nach einer globalen Rezession, das, obwohl der

SMI als defensiv gelte, stellt die Bank Leu fest. Im Moment deutet indes wenig auf eine US-Rezession hin. In einem Umfeld fallender Zinsen müssten sich die Dividendenpapiere auch 2007 vorteilhaft entwickeln.

Was Investoren hoffen

Es braucht Käufer, damit die Kurse steigen! Und wo finden sich diese? Unter den Pessimisten, den auf Baisse gestimmten Investoren. Und von denen gibt es immer noch einige. Beweis sind die verschiedenen Sentiment Indizes, die die Stimmung der Investoren messen. Einer ist der Swiss Investors Sentiment Index (Sisi).

Diese Stimmungsbarometer für das Verhalten der Akteure sind so genannte Contrarian-Indikatoren. Ist der Anteil einer Meinungskategorie über 40%, steht ein Marktumschwung bevor. Erreicht wurde diese Quote im Sommer von den Baissiers. Ihr Stimmungswandel hat die Hausse genährt. Was jetzt, in einem von Höchst zu Höchst eilenden Markt erstaunt, sind der staatliche Anteil von immer noch 20% und noch mehr die 50% neutral eingestellten Investoren. Dass nicht alle, die im Sisi ihre Meinung abgeben, zu den Haussiers neigen, ist beruhigend. Eine allzu optimistische Haltung würde gemäss Theorie bedeuten, dass weitere Kurssteigerungen für die Gewinnmitnahme genutzt würden. Auch wenn solche Indizes nicht als bedeutungsschwere Indikatoren zu nehmen sind, beruhigend ist es doch, wenn sie eine gewissen Zurückhaltung der Investoren anzeigen. Abschätzen können Sie diese ebenfalls unter www.finanzinfo.ch/umfrage

ILW Praktikum

Für die Mehrheit der Menschen ist Arbeit die einzige Zerstreung, die sie auf Dauer ertragen.

Dennis Gábor
ungarisch-britischer Schriftsteller
und Physiker
(1900–1979)

Anlegen mit Derivaten Aktiv verwalten in Wandelanleihen hohen Zusatzertrag – Gute Bonität und Option auf Aktien

Indizes spiegeln das Potenzial der Wandler nicht

Von Alexander Mueller

Wandelanleihen haben als Anlagekategorie bisher nicht vollständig überzeugt, obwohl das Interesse besonders im deutschsprachigen Raum in den vergangenen Jahren erwacht ist. Immer wieder wird die Komplexität des Instruments angeführt, das daraus folgende Nischendasein und das Risiko, dass eines Tages die Liquidität abnehmen könnte. Selbst Experten haben vor einem schwindenden Interesse für die Wandelanleihe gewarnt.

Es gab in der Tat immer wieder Phasen, in denen der Ausblick für das Neuemissionsgeschäft nicht rosig aussah. Unternehmen entschieden sich aus verschiedenen Gründen dagegen, Fremdkapital durch die Herausgabe einer Wandelanleihe aufzunehmen. Dazu gehören tiefe Zinsen, enge Risikoaufschläge (Credit spreads), tiefe Volatilität (Kursschwankung), steuerrechtliche Aspekte und hohe Barreserven.

Institutionelle kaufen Wandler

Doch anscheinend trifft ein landläufiges Sprichwort zu: «Totgesagte leben länger». Trotz der negativen Verlautbarungen haben Wandelanleihen Einzug in institutionelle Portfolios gehalten. Der Grund dafür ist einfach: Langfristig gesehen haben Wandelanleihen eben nicht enttäuscht, sondern die herkömmlichen Anlageklassen auf risikoadjustierter Basis bei weitem übertroffen. Wandelanleihen erzielten über die letzten 15 Jahre eine risikobereinigte Überschussrendite von bis zu 2% pro Jahr. Das Risiko-Rendite-Verhältnis, oder die Sharpe ratio, liegt somit höher als in Aktien oder Obligationen.

Die wachsende Nachfrage wird momentan grösstenteils durch die Emission von synthetischen Wandelanleihen gestützt. Dort ist das Wachstum geradezu explodiert, und zu Beginn des Jahres wurde fast täglich eine neue Wandelanleihe emittiert. Eine synthetische Wandelanleihe ist massgeschneidert und wird von einer Investment Bank strukturiert. Die Bank fungiert gleichzeitig als Schuldner, die An-

leihe bekommt dadurch ein solides Bonitätsrating, in der Regel AA-. Mit synthetischen Wandelanleihen lassen sich interessante Investmentprofile zusammenstellen. Anleger können sich von einer Bank z. B. eine Wandelanleihe auf russische Ölförderer strukturieren lassen. Resultat ist ein Wandler auf Aktien der Emerging markets mit hoher Schuldnerqualität.

Institutionelle Investoren orientieren sich an den gängigen Indizes für Wandelanleihen. Diese spiegeln zwar die Anlageklasse, doch als Referenzgrösse (Benchmark) sind sie problematisch, weil sie nicht statisch, sondern dynamisch und prozyklisch sind. Mit steigenden Aktienmärkten nimmt ihre Sensitivität gegenüber den Aktien immer schneller zu. Im Extremfall – von dem wir nicht sehr weit entfernt sind – hat ein Wandelanleihenindex ein Delta von 0,7, d. h. wenn die Aktienkurse 10% steigen, wird erwartet, dass die Wandelanleihen 7% zulegen.

In diesem Fall ist der Unterschied des Marktrisikos zwischen Aktien und Wandelanleihen nur gering. Vor drei Jahren sah die Lage ganz anders aus. Die Indizes hatten ein Delta von 0,3 und wiesen somit viel eher Eigenschaften von Obligationen auf. Der Vergleich zeigt die prozyklische Natur der Wandler. Nach Marktkorrekturen haben sie in der Regel eine zu geringe Sensitivität gegenüber Aktien, um an einem Aufschwung teilzuhaben, und in der Hausse sind sie zu aktiensensitiv und schützen zu wenig vor allfälligen Kursverlusten.

Anlagestrategien, die sich stark an Wandelanleihenindizes orientieren, haben ein noch gravierenderes Problem. Für die meisten ist die risikoadjustierte Rendite nicht optimal und das Ertragspotenzial nicht ausgereizt. Das ist umso enttäuschender, als aktives Management einen höheren Zusatzertrag (Alpha) bieten kann als in herkömmlichen Anlageklassen.

Das Anlageuniversum besteht aus rund 2000 Titeln, die sich in verschiedene Segmente unterteilen lassen. Die gängigen Indizes enthalten lediglich 200 bis 450 Wandler. Durch die Gewichtung nach Marktkapitalisierung werden ganze Bereiche ausgelassen, besonders Small caps, Privatplatzierungen und Emerging markets. Gerade in diesen Segmenten finden sich jedoch die grössten Unterbewertungen.

Vor drei Jahren war die gesamte Anlageklasse unterbewertet, und Wandler wurden regelmässig mit einem Abschlag zum fairen Wert emittiert. Diese Marktineffizienz wurde von Convertible-bond-hedge-funds genutzt und der «Free lunch» verschwand. Die genannten Bereiche sind aber nach wie vor unterbewertet, weil Arbitrage dort schwierig ist. Oft fehlt die nötige Liquidität und die Möglichkeit, Aktien leer

zu verkaufen. Die grossen Indexschwergewichte sind dagegen in der Regel zu hoch bewertet, weil sie von den meisten grossen Wandelanleihenfonds gekauft werden. In diesem Segment sind Wandler nur noch selten unterbewertet.

Gleiches Risiko und mehr Ertrag

Nun stellt sich die Frage, ob eine aktive Strategie in der Lage ist, indexnahe Strategien kontinuierlich und dauerhaft zu schlagen. Die Antwort gibt der Vergleich zwischen der opportunistisch-aktiven Strategie des HAM Global convertible bond fund und den besten indexnahen Wandelanleihenfonds sowie einem globalen Wandelanleihenindex über 5 Jahre (vgl. Grafik). Die opportunistisch-aktive Strategie nützt das gesamte Anlageuniversum aus, richtet den Fokus auf Titel ausserhalb des Benchmarks, die z. T. deutlich unterbewertet sind, und will in jeder Marktlage ein positives Ergebnis erzielen (Absolute return) – Indizes werden lediglich im Nachhinein (Ex post) zum Vergleich herangezogen. Die indexorientierte Strategie spiegelt weitgehend das Risiko des Index und erzielt durch Titelselektion einen Zusatzertrag.

Das Ergebnis überrascht: Wie zu erwarten war, übertrifft die aktive Strategie sowohl die passive Strategie als auch den Benchmark. Interessant ist aber, dass das Risiko der aktiven Strategie nur unbedeutend höher liegt als in den anderen Strategien. Aus einer wesentlich höheren Rendite mit fast gleichem Risiko resultiert eine deutlich höhere Sharpe ratio (vgl. Tabelle). Ähnlich wie mit nicht traditionellen Anlagestrategien lässt sich mit geringem Risikoaufschlag, also mit leicht höherer Volatilität, eine Überschussrendite erzielen.

Indizes sollten herangezogen werden, um den Status der Anlagekategorie Wandelanleihen zu verdeutlichen. Investoren müssen stets prüfen, ob die Risikokennzahlen, und dabei vor allem die Aktiensensitivität, ihrer Erwartung entsprechen.



Sowohl Rendite als auch Risiko-Ertrags-Verhältnis ist besser			
Strategie	Aktiv, opportunistisch	Aktiv, indexorientiert	Globaler Wandelanleihen-Index
Gesamtertragsrendite über 5 Jahre in %	78,2	50,3	48,0
Rendite pro Jahr in %	12,2	8,7	8,2
Volatilität (Kursschwankung) pro Jahr in %	9,5	7,7	7,4
Sharpe ratio (Risiko-Rendite-Verhältnis)	1,06	0,83	0,82

Quelle: H. A. M.

Meinungen zur Börsenlage

Aktien global

«Im Jahr 2000 herrschte Euphorie; alle wollten auf den fahrenden Zug aufspringen. Entsprechend exorbitant waren die Bewertungen. Ganz anders heute: Gemäss unserem Kointegrationsmodell sind die Aktienmärkte Schweiz, Europa und USA nach wie vor attraktiv bewertet. So ist der S&P-500-Index 32% unterbewertet. Auch das wirtschaftliche Umfeld spricht nach wie vor für Aktien: US-Rezessionsängste sind in den Hintergrund getreten. Ein weiteres Argument ist der Saisoneffekt. Die Aktienmärkte entwickeln sich im vierten Quartal häufig gut. Wir halten an der Aktien-Überbewertung fest und empfehlen weiterhin eine moderate Untergewichtung von Anleihen. Anlegern mit der Referenzwährung Franken raten wir, die Euro-Überbewertung abzusichern.» **Bank Leu**

Währungen

«In Bezug auf die Geldpolitik leiden Währungen mit wiederkehrend hohen Leistungsbilanzüberschüssen weiter unter Renditemangel. Unter den wichtigsten Währungen ist der Yen am meisten unterbewertet, gefolgt vom Franken. Es zirkulieren verschiedene Thesen darüber, wie lange diese Währungen von den Anlegern noch gemieden werden. Beim Franken wird häufig auf seine neue Rolle nach der Einführung des Euros verwiesen. Beim Yen spricht man vom Niedergang Japans im Vergleich zum restlichen Asien. Wir halten uns mit Thesen über strukturelle Veränderungen zurück. Obwohl die Aufwertung dieser Währungen noch etwas Geduld verlangt, sind wir überzeugt, dass die Fundamentaldaten früher oder später Wirkung zeigen werden.» **Pictet**

Asien

«Viele Investoren fragen sich, welchen Einfluss eine Abschwächung des US-Wirtschaftswachstums auf die asiatischen Märkte haben könnte. Wir glauben, dass sich die Beeinträchtigung Asiens in Grenzen halten wird. Die Abhängigkeit der asiatischen Volkswirtschaften von der US-Nachfrage hat über die vergangenen Jahre stetig abgenommen und beträgt heute 16% der asiatischen Exporte. Handelspartner wie Japan, Russland und der Mittlere Osten, aber auch der innerasiatische Handel haben an Bedeutung gewonnen. Wir glauben, dass grössere asiatische Volkswirtschaften wie China, Indien und Indonesien die schlechten Einflüsse einer US-Abschwächung mehrheitlich durch ihre Binnenwirtschaft ausgleichen können. Kleinere, offene Länder wie Hongkong, Singapur und Taiwan hingegen werden aufgrund ihrer Vernetzung mit dem Welthandel mehr Schwierigkeiten haben. Neben den ungunstigen Einflüssen sollten andere Entwicklungen wie der tiefere Erdölpreis und die tieferen Zinsen die asiatischen Märkte günstig beeinflussen. Aus diesem Grund behalten wir unsere optimistische Einstellung gegenüber Asien als Anlagedestination bei.» **HSBC Guyerzeller Bank**

Anzeige

abrias
GLOBAL INVESTMENTS
INDEPENDENT FINANCIAL GROUP

Passion for Value.
World Equity Selection
(Stand per 11.10.2006, in CHF)

+12.54% Performance 2006
+ 237.93% Performance seit 1996
(+ 11.99% Annualisiert)

Bahnhofplatz, CH-6300 Zug | Bahnhofstr. 82a, CH-8001 Zürich
T +41 41 682 40 45 | T +41 44 288 88 11
info@abrias.ch | info@abrias.ch

World Equity Selection ist ein Teilfonds von Globvest Funds, einer Anlagegesellschaft mit variablem Kapital des Umbrella-Typs nach luxemburgischem Recht. Vertreter in der Schweiz: First Independent Fund Services, Klausstrasse 33, CH-8008 Zürich. Zahlstelle in der Schweiz: NPB Neue Privat Bank AG, Postfach, 8025 Zürich. Die historische Performance ist keine Garantie für die zukünftige Performance.

Alexander Mueller ist Portfoliomanager bei Holinger Asset Management in Zürich.