

Länder-, Regionen- und Branchenfonds

China strebt an die Spitze

China hat geschafft, was nur wenige Beobachter für möglich hielten: mit einem riesigen Konjunkturpaket das angepeilte Wirtschaftswachstum von 8% im Jahr 2009 sogar zu übertreffen. Skeptiker entgegen, dass es in einer zentral gelenkten Wirtschaft leicht sei, bestimmte wirtschaftspolitische Ziele zu erreichen. Unbestritten bleibt aber, dass China Deutschland bereits als wichtigstes Exportland überholt hat (vgl. Seite 33). Im Dezember stiegen die Ausfuhren im Vorjahresvergleich um hohe 17,7%, und Vieles spricht für eine weitere Erholung der Exporte. Auch die Binnenwirtschaft boomt, wie der Anstieg des Erdölverbrauchs um 25% im Dezember zeigt. Zudem hat das Reich der Mitte inzwischen die USA als wichtigsten Automarkt überholt.

In diesem wirtschaftlich positiven Umfeld rückten einige Konzerne an die Weltspitze vor. Ende 2009 fanden sich drei chinesische Unternehmen unter den zehn Gesellschaften mit der weltweit grössten Marktkapitalisierung. Die Chinesen müssen sich nur noch knapp von den USA geschlagen geben, die vier Unternehmen unter den Top Ten haben. Allerdings gibt es auch widersprüchliche Signale. In vielen Branchen scheinen weiterhin Überkapazitäten zu bestehen. Trotzdem horteten chinesische Unternehmen in den vergangenen Monaten riesige Mengen Rohstoffe. Seit einigen Wochen kaufen chinesische Stahlproduzenten trotz verdächtig hoher Stahlproduktion so viel Eisenerz, dass die Spotpreise am Weltmarkt innert Monatsfrist 25% gestiegen sind.

Auch vom Immobilienmarkt kommen irritierende Signale. Zwar dürfte der Bedarf an neuem Wohnraum in den Ballungsgebieten auch in den nächsten Jahren riesig sein, doch war der Preisanstieg für Immobilien in den grössten Städten des Landes 2009 atemberaubend. Die Regierung verlangt nun, dass Immobilienprojekte schneller fertig gestellt

werden, um – in Verbindung mit anderen Massnahmen – den Spielraum für Spekulanten einzuschränken. Kurzfristig dürfte die Zentralbank versuchen, eine drohende Überhitzung durch Zinserhöhungen zu dämpfen, denn es gibt erste Hinweise für eine straffere Geldpolitik.

Auch wenn das den Aktienmarkt zwischenzeitlich bremsen dürfte, ist das langfristige Potenzial weiterhin enorm. Die Liberalisierung des Finanzmarktes schreitet voran. Die chinesische Börsenaufsicht erlaubt neben Leerverkäufen ab März auch den Handel mit Futures auf den CSI 300 Index. Dadurch sollen Anleger ihre Investments künftig hedgen können. Die neuen Instrumente könnten aber auch noch mehr chinesische Investoren an die Börse locken und die Spekulation weiter anheizen – genauso wie die vielen IPO, die in den nächsten Monaten erwartet werden. Insgesamt bietet China zahlreiche Chancen, doch sollten Anleger auf temporäre Rückschläge gefasst sein.

Als Investition bieten sich breit diversifizierte Länderfonds an. Der China Focus Fund von Fidelity Funds etwa setzt vor allem auf Wertpapiere aus China und in geringem Umfang aus Hongkong, wobei der Finanzsektor dominiert, gefolgt vom Energie- und Konsumgütersektor. Ähnlich, aber mit einem noch deutlicheren Fokus auf die beiden zuerst genannten Sektoren präsentiert sich der China A von J.P. Morgan. In beiden Portfolios finden sich neben bekannten Schwergewichten aus der Finanzwelt Highflyer aus dem IT-Bereich wie Tencent. Im Threadneedle China Opportunities 1 nimmt dieses Online-Unternehmen sogar die Spitzenposition ein. Auch der Anbieter der Internetsuchmaschine Baidu ist unter den Top Ten. Sonst setzt das Portfolio mit seinen über sechzig Positionen stark auf Finanz- und Energie.

ASSET MANAGEMENT CONSULTING
Aaa Center for Co-operation in Finance

Favorisierte Titel

| Name (Währung) | Kurs | Prämie/ Abschlag in % | Fondsmanager/ Issuer | Manager | Börse |
|-------------------------------|-------|--------------------------|-------------------------|--------------------|----------|
| FF China Focus Fund (\$) | 44.25 | 0 | Fidelity Fund Man. | Martha Wang | Open End |
| JPM China A (Acc) (\$) | 30.10 | 0 | JPM Asset M. | H. Wang & S. Huang | Open End |
| Threadneedle China Opp. 1 (£) | 1.65 | 0 | Threadneedle Inv. | Gigi Chan | Open End |

Quelle: AMC

Anzeige

LITERATUR

ABSCHIED VOM HOMO OECOMICUS



Gunter Dueck

WARUM WIR EINE NEUE OECOMICISCHE VERNUNFT BRAUCHEN

Gunter Dueck hat wieder zugeschlagen – und lässt im ehrwürdigen Tempel der Ökonomie kaum einen Stein auf dem anderen. Da ist zunächst der Homo oeconomicus, der stets rational handelnde Mensch: Bei gleichwertigen Angeboten entscheidet er sich angeblich immer für das mit dem günstigeren Preis. Gegen solche mechanistischen Vorstellungen schreibt Dueck an. In Wirklichkeit, sagt er, verhalten sich Wirtschaftssubjekte wie Herdenvieh und laufen den angesagten Konsum- und Managementtrends hinterher. Dadurch kommt es auch makroökonomisch zu konjunkturellen Pendelschwüngen. Trotz aller Leidenschaft argumentiert der Autor kühl und logisch. getAbstract empfiehlt das Buch nachdrücklich allen Managern, Politikern, Journalisten und Studenten.

Eichborn Verlag AG, 2008
ISBN: 9783821856780
251 Seiten, 41.50 Fr.

Eine fünfseitige Zusammenfassung dieses Buches sowie mehr als 5000 weiterer Titel finden Sie bei getAbstract: www.getAbstract.ch

getAbstract
compressed knowledge

Bestellen Sie über:

Verlag Finanz und Wirtschaft AG, Versandhandel Postfach,
8021 Zürich, Tel. 044 298 35 35
Fax 044 298 35 00, versand@fuw.ch, www.fuw.ch



«Wandler weniger volatil»

ALEXANDER MUELLER Die Freude des Partners von HAM über die Emissionswelle ist getrübt

Der Markt für Wandelanleihen hat sich in den vergangenen zwei Jahren fundamental verändert. Alexander Mueller, Manager des Wandlerfonds Global Convertible Bond von Holinger Asset Management (HAM), prognostiziert, dass deswegen die Schwankungsbreite des Marktes künftig tiefer liegen wird.

□ Herr Mueller, 2009 wurden sehr viele Wandelanleihen lanciert. Ist das ein gutes Zeichen, weil es zeigt, dass der Markt lebt, oder ein schlechtes, weil es eine Übertreibung signalisieren könnte?

Zunächst überwiegt die Freude. Viele Unternehmen entdeckten dank dem Verkauf der Call-Option günstige Refinanzierungsinstrumente neu und sicherten sich so ihr Überleben. Die Nachfrage war gross, weil Wandler auf Kosten alternativer Anlagen an Beliebtheit unter den institutionellen Investoren gewonnen haben. Allerdings ist die Freude insofern getrübt, als die Zinsbelastung bis Mitte des Jahres markant gestiegen ist. Die Coupons der Anleihen liegen im Schnitt 2,5 Prozentpunkte höher als vor der Krise. Mittelfristig muss das aus dem operativen Geschäft verdient werden.

□ 2008 litt der Wandlermarkt fürchterlich, vor allem weil sich viele Hedge Funds zurückziehen mussten. Hat sich die Anlegerschaft nachhaltig verändert? Ja, es hat ein Paradigmenwechsel stattgefunden. 2007 entfielen 70% des Volumens auf Hedge Funds und den Eigenhandel

Wandler sind eine der wenigen Anlageklassen, in denen es noch einen ineffizienten Markt gibt. Deshalb lohnt sich ein aktiver Ansatz.

der Banken. Heute sind sehr viele, vor allem kleinere Hedge Funds aus dem Markt verschwunden, und auch die Banken haben ihre Bücher zurückgefahren. Daher ist das Kräfteverhältnis ausgeglichener: Es dominieren mit über 50% die Long-only-Fonds mit langfristig orientierten Investoren wie Pensionskassen, Staatsfonds und Private Banking.

□ Fehlt denn nun nicht die Liquidität, die Hedge Funds dem notorisch dünnen Wandlermarkt zugeführt hatten? Sie brachten zwar viel Liquidität, aber sie war mit einem hohen Grad an Fremdfinanzierung verbunden. Das läuft so lange gut, wie der Hausemarkt intakt ist. Andernfalls vergrössert Leverage die Schwankungsbreite dramatisch – die Beobachtung gilt für alle Anlageklassen. Die Volatilität im Wandlermarkt wird wegen des Rückgangs der kurzfristigen Anleger künftig tiefer liegen.

□ Hedge Funds nutzen doch Bewertungsunterschiede zwischen Wandel- und Aktienmarkt aus, verwenden dazu aber unterschiedlichste Ansätze. Sollte die Volatilität nicht niedriger sein, wenn viele solche Hedge Funds im Markt aktiv sind? Die These ist nicht abwegig, doch in dieser Krise trat genau das Gegenteil ein: Alle Arbitrageure rannten zur selben Zeit in die gleiche Richtung. Die Globalisierung mit der Potenzierung der Anlegerkategorien und Strategien führt offenbar zu mehr und nicht zu weniger Volatilität.

□ Sie haben im Sommer 2009 festgehalten, Wandler mit einem Rating der Anlagequalität seien weniger attraktiv als spekulative Titel, unter anderem weil es im Investment Grade kaum frische Papiere gebe. Müssen Sie Ihr Urteil angesichts der Emissionsflut revidieren? Nein. Von den rund 300 Emissionen 2009 ist nur jede fünfte offiziell bewertet, und nur jede zehnte trägt ein Investment-Grade-Rating. Anlagequalität ist unterproportional vertreten – was historisch betrachtet langfristig für Wandelanleihen dem Normalfall entspricht.

□ Werden deshalb nicht mehr Wandler in Franken emittiert? Der Schweizer Markt gilt doch als sehr qualitätsbewusst.



Alexander Mueller: «Der tiefere Bond Floor von spekulativen Schuldnern wird durch den Risikoaufschlag mehr als entgolten.»

Auch hierzulande tragen Schuldner oft kein offizielles Rating, wie das Beispiel Baloise im November demonstrierte. Es ist schwierig zu sagen, weshalb der Schweizer Markt ins Hintertreffen geraten ist. Allerdings kann sich die Situation rasch ändern, wie Japan, dessen Markt erst gegen Ende 2009 aufgewacht ist, nahelegt.

□ Der Obligationenwert eines Wandlers, der Bond Floor, liegt im Speculative-Grade-Segment deutlich tiefer und ist instabil. Das spräche doch eher für Investment Grade.

Dass der Bond Floor tiefer liegt, wird durch den Risikoaufschlag mehr als entgolten. Ein diversifiziertes Speculative-Grade-Portfolio lohnt sich, weil vergleichbares Risiko eine höhere Rendite abwirft.

□ Wird sich der Markt für synthetische Wandelanleihen, die von Banken auf Aktien anderer Gesellschaften begeben wurden, erholen?

Das wäre höchstens der Fall, wenn keine herkömmlichen Wandler mehr emittiert würden und zugleich die Bewertung im Sekundärmarkt übersteuert wäre. Auszuschliessen ist dies nicht, aber wir gehen davon aus, dass Wandelanleihen auch 2010 liquide und relativ günstig bewertet bleiben.

□ Was spricht dagegen, in Wandelanleihen via einen Index benchmarkorientiert passiv anzulegen?

Sie sind eine der wenigen Anlageklassen, in denen es noch einen ineffizienten Markt gibt. Es existieren Wandler, die unterhalb ihres theoretischen Werts handeln, eine Quelle von Alpha. Deshalb lohnt sich ein aktiver Ansatz, der sich nicht auf eine Benchmark fokussiert. Ist man kein Hedge Fund, kann man Preisineffizienzen allerdings oft erst über einen längeren Zeitraum realisieren. Ich kann mir indes gut vorstellen, dass in einigen Jahren passives Investieren auch in Wandlern zu einem Thema wird.

2009 ist der grosse Beta-Trade gemacht worden. Nun steht die Einzelposition, die Unternehmensanalyse, im Zentrum.

□ Wie sieht Ihr Fonds aus?

Im Fonds verwalten wir derzeit 164 Mio. € und zielen auf eine absolute Rendite. Wir benutzen den Merrill Lynch Global Convertible Index nur als Rückspiegel, nicht als relativen Referenzwert oder zum Nachbilden. Wir gehen keine Short-Positionen ein und halten maximal 10% Liquidität. Aufgrund der eher grossen Geld-Brief-Spannen schlagen wir jährlich bloss 80% des Portfolios um, sind also langfristig orientierte Anleger.

□ Mit Ihrem Partner arbeiten Sie seit zehn Jahren als Zweierteam, haben aber im

Zur Person

Alexander Mueller, Jahrgang 1966, verfügt über eine reiche Finanzmarkterfahrung: Nachdem er einen Master of International Finance an der Columbia University in New York erworben hatte, startete er 1992 als **Aktionshändler** auf dem Parkett der Terminbörse Liffe für Morgan Stanley in London. 1994 wechselte er nach Zürich, wo er u. a. **derivative Absicherungsstrategien** für institutionelle entwarf. 1996 stieg er als **Partner bei MC Securities** ein – einem von Hans-Jörg Rudloff, heute Chairman von Barclays Capital und der Bondlobby Icm, gegründeten Wert-schriftenhaus. Dort war er für den Handel osteuropäischer Aktienprodukte zuständig. 2000 bis 2006 leitete Mueller bei **Credit Suisse** Asset Management **die globalen Wandlerprodukte**. Seither arbeitet er für Holinger Asset Management (HAM), seit 2009 als Partner. Mueller verfasst für die FuW gelegentlich Fachartikel zum Wandlermarkt, den letzten am 26. August 2009. **PK**

Herbst zwei erfahrene Portfoliomanager eingestellt. Weshalb diese Aufstockung? Der grosse Beta-Trade ist 2009 gemacht worden, auf der Megatrend-Ebene wird es künftig schwieriger werden. Wer Rendite erzielen will, muss die Einzelpositionen noch besser verstehen, entsprechend wichtig wird die Unternehmens- und Bonitätsanalyse.

□ Schaffen Sie es tatsächlich mit vier Stellen, das globale Wandleruniversum seriös zu bewerten und zu überwachen?

Wir sprechen zwar von total 2500 Titeln. In Frage kommen aber nur einige hundert, und im Fonds befinden sich letztlich rund siebzehn Positionen. Für die Analyse nutzen wir unsere sehr lange Erfahrung und stützen uns zusätzlich auf die Informationen uns nahestehender, lokaler Broker. In keine grosse Organisation eingebunden zu sein, bedeutet, dass wir uns voll und ganz auf das Portfoliomanagement konzentrieren können.

□ Setzen Sie Schwerpunkte in Bezug auf Regionen und Branchen?

Geografisch gefällt uns Asien, eine Wachstumsregion fast ohne Schulden. Branchenmässig gehen wir keine grossen Wetten ein, sondern achten darauf, breit diversifiziert zu sein. Thematisch favorisieren wir Nahrungsmittellogistik, Infrastruktur und alternative Energien. Untergewichtet sind wir in Finanzschuldnern, wo wir mit regulatorischem Gegenwind rechnen.

□ Wie gehen Sie in der Bonitätsanalyse vor? Was ist der wichtigste Indikator: Rating, Credit Default Swap CDS oder Anleihenmarkt?

Zentral ist sicher die CDS-Prämie. Sie fliesst in unser quantitatives Score-Modell ein, das basierend auf acht Faktoren eine Insolvenzprognose stellt. 2009 hat jedoch gezeigt, dass die qualitative Analyse wichtiger war: Wie hat sich das Unternehmen in der Krise konkret verhalten? Waren die Annahmen für unser quantitatives Modell überhaupt stabil? Unser Fonds, der historisch auf Privatinvestoren ausgerichtet war, muss gemäss Anlagerichtlinie einen Anteil von mindestens 40% aufweisen, der mit Single-A oder besser bewertet wird. Um diesen stabilen Kern herum diversifizieren wir in tiefer bewerteter Wandler, woraus letztlich das Alpha resultiert.

□ Auf die Anlageklasse Wandler entfallen doch bestenfalls ein paar Prozente eines Gesamtportfolios. Die Gesamtrendite lässt sich so doch nur geringfügig bewegen. Wäre es nicht einfacher, ganz auf den Einsatz von Wandlern zu verzichten?

Wir kommen von der Aktienseite her und rechnen Wandler entsprechend zur Aktienquote. Die Korrelation mit Aktien ist hoch, aber die Volatilität liegt deutlich tiefer – darin liegt der grosse Vorteil. Für institutionelle Anleger empfiehlt sich eine Wandlerquote von mindestens 10%.

INTERVIEW: JEANNE RICHENBERGER UND PETER KUSTER