

INFORM

INFORMATIONEN ÜBER FINANZPRODUKTE AUS ERSTER HAND

Obligationenmanagement mit Stil

Als Anlagestil für Obligationen – der wichtigsten, in der Forschung eher stiefmütterlich behandelten Anlagekategorie – kommen grundsätzlich 3 Methoden in Frage: Indexierung, Ausnützung von Bonitätsunterschieden, aktive Entscheide bezüglich Zinsen und Währungen. Je nachdem wie die eigene Prognosefähigkeit beurteilt wird, ist die eine oder andere Wahl sinnvoll.

Indexierung von Obligationenvermögen

(RvA) Ein selbstkritischer Ansatz der Vermögensverwaltung geht von möglichst schwachen Annahmen über die Prognosefähigkeit aus. Wenn es so ist, dass der Durchschnitt der Vermögensverwalter den Marktertrag, also den Ertrag des Indexes, nicht erwirtschaftet, dann könnte es ja sinnvoll sein, anstatt mit tiefer Erreichungswahrscheinlichkeit Mehrrenditen im Vergleich zum Index anzustreben, Unterrenditen mit hoher Wahrscheinlichkeit zu vermeiden.

Das Ziel der Indexierung von festverzinslichen Vermögen besteht für den Investor darin, die Risikoeigenschaf-

ten des gesamten Marktes so gut wie möglich abzubilden. Wenn wir Unternehmensanleihen ausblenden, könnte in der Schweiz als Marktportfolio der Swiss Bond Index der Schweizer Börse verwendet werden. Global gesehen erfüllen die Weltobligationenindexe von J.P. Morgan und Salomon Brothers die Rolle der Marktrepräsentanten.

Das Abbilden des Marktportfolios bezeichnet man auch als passives Portfoliomanagement. Dabei bedeutet passiv, dass auf aktive Entscheide bezüglich Veränderungen von Zinsen und Währungen verzichtet wird. Passives Management ist keinesfalls mit Nichtstuerei zu verwechseln: Sie basiert auf komplexen mathematisch-statistischen Methoden. Bei Obligationen reicht die Kontrolle von 3 Faktoren, welche weit über 90 Prozent der Preisveränderung erklären, für eine professionelle Indexierung aus.

Vorteile indexierter Obligationenanlagen

- Längerfristig liegt der Ertrag im Konkurrenzvergleich im oberen Viertel.
- Negative Performance-Überschussungen sind ausgeschlossen.

- Der Ertrag des Vermögens wird sehr nahe um den Vergleichsmassstab schwanken.
- Die Verwaltungskosten sind niedrig, weil kein personalintensiver Prognoseapparat unterhalten werden muss.

Nachteile

- Ein Übertreffen des Indexes wird nicht stattfinden.

Ausnutzen von Bonitätsunterschieden

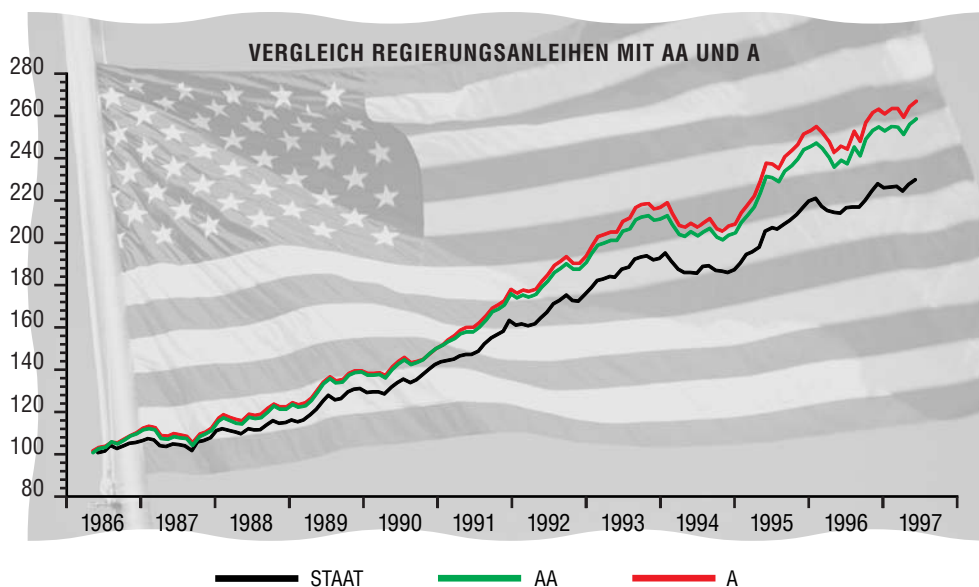
Mit einem gut strukturierten, passiven Obligationenportfolio aus Regierungsanleihen könnte man sich bequem zurücklehnen, denn im Zeitablauf wird der Konkurrenzvergleich gut ausfallen. Man kann aber mehr für den Investor tun. Denn neben den Regierungsanleihen, welche deshalb als risikolos gelten, weil der Staat nicht Konkurs gehen kann, gibt es – vor allem im Ausland – einen riesigen Markt von Unternehmensobligationen. Diese weisen generell eine höhere Rendite auf als Staatsanleihen, welche um so höher ist, je tiefer die Kreditbewertung des Schuldners ausfällt. Wer kontrolliert in dieses Marktsegment investiert, kann seinen Ertrag verbessern.

Die Beurteilung der Kreditqualität von Obligationenschuldnern wird durch hochspezialisierte Rating-Agenturen wie Moody's, Standard & Poor's sowie IBCA erleichtert. Diese bewerten die Anleihen mit einem ausgeklügelten Notensystem nach ihrer Konkurswahrscheinlichkeit: Von AAA als Höchst-

note bis zu D für default oder Konkurs. Ein gut diversifiziertes Unternehmensportfolio weist im Zeitablauf eine höhere Gesamtrendite auf als das Staatsobligationsportfolio, auch wenn einzelne Schuldner Konkurs gehen. Erfahrungen gibt es vor allem am amerikanischen Obligationen-

markt. Der Performancevergleich von US-Regierungsanleihen mit Anleihen zweit- und dritthöchster Bewertung zeigt, dass der kumulierte Gesamtertrag um so höher ausfällt, je weniger strikt die Anforderungen an die Bonität sind.

Grafik 1:



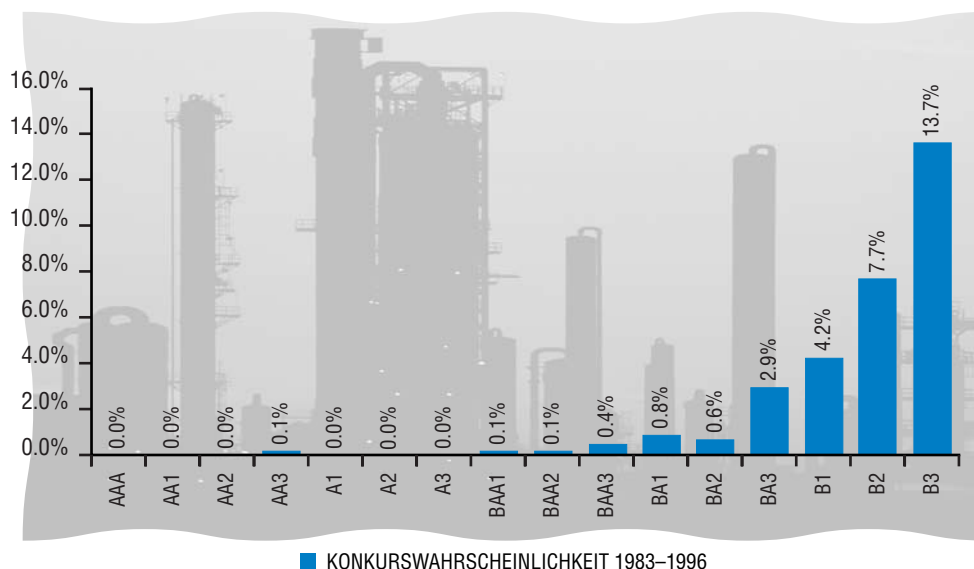
Quelle: Datastream

Ertrag ist aber nur eine Seite der Medaille. Die andere zeigt das Risiko, in unserem Zusammenhang die Kon-

kurswahrscheinlichkeit (vgl. Grafik 2). Sie zeigt für jede Rating-Klasse, wie viele Unternehmen im Jahres-Durch-

schnitt Konkurs gehen (Anzahl Konkurse pro Kategorie dividiert mit Anzahl Unternehmen der Kategorie).

Grafik 2:



Quelle: Moody's

Offensichtlich weisen Investment-Grade-Anleihen (Bereich AAA bis BAA3) eine ausgesprochen tiefe Konkurswahrscheinlichkeit auf. Interessanterweise haben Anlagen der Kategorie AA3 eine höhere Konkurswahrscheinlichkeit als Anlagen mit tieferem Rating des Bereichs A1 bis A3 (ähnlich bei BAA2 und BAA1). Dies hängt damit zusammen, dass zwei miteinander verbundene Unternehmen (DFC Financial [Overseas] Ltd. und DFC Overseas Investment Ltd.) im AA-Bereich Konkurs gegangen sind und nur ein Unternehmen des A-Bereichs (Johns Manville Corporation).

Die Zahlen des «Investment-Grade»-Bereichs sind als Prozent-Bruchteile ausgesprochen klein. Was aber bedeutet eine «Konkurswahrscheinlichkeit der AA-Anleihen» von 0,1%? Im Durchschnitt geht ein Unternehmen aus 1000 bewerteten «Doppel A»-Unternehmungen Konkurs! Bei so kleinen Wahrscheinlichkeiten ist es kaum möglich, konkrete Konkurse zu prognostizieren. Sinnvoller ist zu fragen, wie schlimm denn eigentlich die maximale Katastrophe sein kann. Wenn im langfristigen Durchschnitt A-Anleihen ein halbes Prozent mehr Ertrag generieren als Regierungsanleihen und der prozentuale Anteil einzelner A-Anleihen im Portfolio ein Prozent nicht übersteigt, dann könnte jedes zweite Jahr eine «Single A»-Anleihe Konkurs gehen, und die Performance eines «Single A»-Portfolios wäre nicht schlechter als diejenige des reinen Regierungsportfolios! Wenn man bedenkt, dass in den letzten 25 Jahren zwei Anleihen mit Doppel-A-Rating Konkurs gingen, während eine einzige

Anleihe mit A-Rating Konkurs ging, dann ist ersichtlich, dass unser Beispiel das Konkursrisiko massiv überschätzt.

Vorteile eines reinen Unternehmensanleihen-Portfolios:

- Im Zeitablauf höhere Renditen, falls das Risiko im Vergleich zum Marktportfolio in allen Dimensionen professionell kontrolliert wird.
- Es sind keine Prognosen über Zinsrichtungsveränderungen notwendig.

Nachteile von Unternehmensanleihen

- Im Vorfeld von Rezessionen steigt die Zinsdifferenz zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen. Dies führt zu einer temporären Unterperformance im Vergleich zum Regierungsanleihen-Portfolio.
- Es müssen spezielle Controlling-Aktivitäten aufgebaut werden.
- Die Vermögensverwaltung von Unternehmensobligationen-Portfolios ist aufwendiger als reine Regierungsanleihen-Portfolios. Deshalb sind die Verwaltungsgebühren höher.

Aktive Zins- und Währungs-Entscheidungen

Das aktive Portfoliomanagement prognostiziert, basierend auf einem plausiblen und konsistenten makroökonomischen Szenario, Zins- und Währungsveränderungen. Abgeleitet von Zinsprognosen wird pro Währung die Duration des Portfolios verlängert (verkürzt), um von sinkenden (steigenden) Zinsen zu profitieren. Je nach Einschätzung des Währungsverlaufs werden einzelne Währungen

über- oder untergewichtet. Ohne auf die vielen Herausforderungen der Analyse und Prognose im Detail einzugehen, können folgende Vor- und Nachteile dieser Anlagephilosophie eruiert werden.

Vorteile aktiver Strategien

- Bei korrekter Prognose kann der Vergleichsmassstab deutlich übertroffen werden.
- Erfolgreiche aktive Manager erwirtschaften die mit der Vermögensverwaltung verbundenen Kosten selber.
- Im Erfolgsfall sehr gute Ränge im Performancevergleich.

Nachteile aktiver Strategien

- Bei falschen Prognosen wird der Indexertrag verfehlt.
- Prognosen von Zinsen und Währungen sind komplex, weshalb die Kosten hoch sind.
- Die Mehrzahl der aktiven Manager erreicht den Indexertrag nicht.

Fazit

Wer sich über den Anlagestil von Obligationen Gedanken macht, kommt nicht umhin, die Prognosefähigkeit des Vermögensverwalters kritisch zu beurteilen. Wer nicht an Prognosen glaubt, sollte passive Techniken wählen. Konservative Investoren, welche mehr Ertrag wollen als der Index und die Prognosefähigkeit skeptisch beurteilen, sollten sich über die Vorteile von Unternehmensanleihen genau informieren lassen. Wer davon ausgeht, dass solide Analysen und strukturierte Ansätze erfolgversprechend sind, sollte höhere Erträge mit aktiven Methoden anstreben.

Höhenflug oder effiziente Informationsverarbeitung?

Nach dem starken Kursauftrieb der Schweizer Aktien in der ersten Jahreshälfte stellt sich nun die Frage, ob die Hausse fundamental abgestützt oder der Markt für eine starke Korrektur reif ist. Aktienbewertungsansätze wie das Dividendendiskontierungsmodell zeigen, dass die Aktienmärkte fair bewertet sind. Die Marktteilnehmer haben eine realisierbare Wachstumsrate der Dividenden in den Kursen eskomptiert.

(PS/JS) Gängige Bewertungsmethoden wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder die Dividendenrendite im Vergleich zum historischen Durchschnitt deuten schon seit langem auf teure Aktienmärkte hin. Um das Rekordfieber an den Börsen erklären zu können, griffen die Finanzanalytiker auf die im Vergleich mit anderen Anlagekategorien günstige Bewertung oder auf die gute Liquiditätslage zurück. Alle diese Faktoren liefern zwar Hinweise, wieso die Hochstimmung möglich war, aber die für die Anleger zentrale Frage, ob die Aktien auf dem gegenwärtigen Kursniveau noch Wert haben, konnte nicht beantwortet werden. Interessanterweise wird in der gegenwärtigen Situation eines der ältesten und besten Aktienbewertungsmodelle, das Dividendendiskontierungsmodell, kurz DDM genannt, nur selten für die

Analyse verwendet. Das von John Burr Williams in den dreissiger Jahren skizzierte Modell geht davon aus, dass der Preis (oder der innere Wert) einer Aktie nichts anderes ist als der Barwert aller zukünftigen Dividendenzahlungen. Unterstellt man ein konstantes Wachstum der Dividenden, so kann der theoretische Wert der Aktien relativ einfach mit folgender Formel berechnet werden:

$$\text{Preis der Aktien} = \frac{\text{erwartete Ausschüttung im nächsten Jahr}}{\text{[erwartete Rendite - Wachstumsfaktor]}}$$

Mit dieser Formel kann man nun den korrekten heutigen Wert der Aktien suchen. Man kann aber auch die Fragestellung umdrehen, indem man den aktuellen Preis als richtig hinnimmt und fragt, welchen konstanten Wachstumsfaktor des Dividendenstroms die Marktteilnehmer eskomptieren. Wir haben diese Analyse für die Schweizer Blue Chips kürzlich wieder durchgeführt. Die Resultate sind in der Tabelle zusammengefasst. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau unterstellen die Marktteilnehmer ein konstantes Wachstum der Dividenden von rund 14%. Das entspricht ungefähr der realisierten Wachstumsrate der Dividenden der letzten 10 Jahre. Es stellt sich

nun die Frage, ob diese Wachstumsrate auch in Zukunft realisiert werden kann. Langfristige Schätzungen des Gewinnwachstumspotentials von Schweizer Unternehmen gibt es leider nicht. In der Tabelle sind die kürzlich ausgeschütteten Dividenden sowie die Schätzungen von 6 Banken für das nächste Jahr zusammengefasst. Diese Zahlen verdeutlichen, dass in der kurzen Sicht vom Gewinnmomentum keine Gefahr für die Märkte droht.

Die ausgewiesenen Zahlen zeigen, dass die Blue-Chip-Aktien nicht überbewertet sind. Bis heute hat sich keine Seifenblase gebildet, die jederzeit zu platzen droht. Die Hausse der letzten Jahre ist fundamental abgesichert. Die Marktteilnehmer haben bislang nur ein realistisches Dividendenwachstum eskomptiert.

Das DDM ist auch in der einfachsten Form mit allen Einschränkungen immer noch das beste Modell, um die gegenwärtige Marktdynamik beschreiben zu können. Es stellt den Investoren ein gutes Zeugnis aus. Ob die Hausse weitergeht, kann auch mit diesem Bewertungsmodell nicht beantwortet werden. Es konnte nur gezeigt werden, dass das heutige Kursniveau fundamental gerechtfertigt ist. Allerdings sollte man Aktien vor allem dann kaufen, wenn sie unterbewertet sind.

Implizierte Wachstumsrate der SMI-Titel gemäss DDM

Titel	Gewicht	Kurs	Div. 96	Dividende 97			Div. Wachstum 1997	Beta	Implizierte Wachstumsrate			
				Max.	Min.	Avg.			Akt.	Max.	Min.	Avg.
ABB I	3.02%	2163.00	38.00	42.00	38.00	40.10	5.53%	0.93	12.44%	12.25%	12.44%	12.34%
Alusuisse N	1.06%	1468.00	18.75	22.50	20.00	21.76	16.04%	0.92	12.80%	12.55%	12.72%	12.60%
Baloise N	0.65%	3365.00	47.00	66.00	50.00	56.83	20.91%	0.88	12.22%	11.66%	12.13%	11.93%
Ciba SC N	1.78%	138.75		1.75	0.80	1.37		1.00	15.00%	13.74%	14.42%	14.01%
Clariant N	0.70%	931.00	10.00	17.00	10.50	13.36	33.57%	1.00	13.93%	13.17%	13.87%	13.57%
CS Group N	6.66%	191.50	4.00	5.00	4.40	4.75	18.75%	1.15	14.64%	14.11%	14.43%	14.24%
Elektrowatt I	0.90%	538.00	8.00	12.50	8.00	11.21	40.18%	1.15	15.24%	14.40%	15.24%	14.64%
Ems-Chemie I	0.55%	6460.00	150.00	180.00	150.00	159.17	6.11%	1.13	14.17%	13.71%	14.17%	14.03%
Holderbank I	1.22%	1378.00	17.00	18.00	17.00	17.79	4.62%	0.98	13.54%	13.46%	13.54%	13.48%
Nestlé N	13.40%	1830.00	30.00	36.00	32.00	33.71	12.38%	0.90	12.21%	11.88%	12.10%	12.01%
Novartis I	2.54%	2070.00	20.00	27.10	23.00	25.30	26.50%	1.10	15.18%	14.84%	15.04%	14.93%
Novartis N	22.99%	2063.00	20.00	27.10	23.00	25.30	26.50%	1.08	14.95%	14.61%	14.81%	14.69%
Roche GS	17.06%	13075.00	75.00	90.00	84.00	86.86	15.81%	1.11	15.69%	15.58%	15.62%	15.60%
SBC N	5.09%	371.00	8.00	12.00	10.00	10.67	33.33%	1.18	14.91%	13.84%	14.37%	14.19%
SGS I	0.70%	3060.00	66.00	76.00	65.00	71.07	7.68%	0.86	11.23%	10.91%	11.27%	11.07%
SMH I	0.58%	890.00	9.00	11.50	9.00	9.79	8.73%	1.07	14.79%	14.51%	14.79%	14.71%
SMH N	0.58%	209.50	1.80	2.30	1.80	1.96	8.73%	1.15	15.87%	15.63%	15.87%	15.79%
Sulzer I	0.78%	1340.00	12.00	20.00	15.00	17.29	44.05%	1.30	17.55%	16.96%	17.33%	17.16%
Swiss Re N	5.36%	1963.00	30.00	37.00	31.00	34.93	16.43%	0.97	13.13%	12.77%	13.08%	12.88%
UBS I	6.36%	1688.00	32.00	48.00	35.00	38.00	18.75%	0.93	12.30%	11.35%	12.12%	11.94%
UBS N	1.32%	337.50	6.40	9.60	7.00	7.60	18.75%	0.84	11.26%	10.32%	11.09%	10.91%
Winterthur N	1.98%	1246.00	21.00	24.00	20.00	22.57	7.48%	1.01	13.43%	13.19%	13.51%	13.30%
Zürich N	4.71%	559.00	7.20	8.70	8.00	8.40	16.67%	1.26	16.70%	16.43%	16.56%	16.49%
SMI	99.99%		30.52			35.71	16.99%	1.04	14.29%	13.87%	14.15%	14.02%