

# DIE WERTTREIBER VON MORGEN

**ERTRAGSQUELLEN** Wo bieten sich Chancen, und wo bewegt sich der Investor auf Glatteis? Ein Querschnitt durch die Anlageklassen. **ROMAN VON AH**

## GESTRIGE GEWINNER KÜNFTIGE SIEGER?

Schwelmländer waren die Werttreiber des letzten Jahrzehnts. Sie wuchsen zwei- bis dreimal so schnell wie die gebeutelten Wirtschaftsblöcke und haben einen steigenden Welt-BIP-Anteil von derzeit fast 50%. Das Wachstum besonders der Bric-Länder bleibt hoch, aber das Tempo nimmt ab. Bedingt durch den hohen Investitionsanteil am BIP sind die Schwankungsrisiken klar grösser als in den entwickelten Volkswirtschaften.

Die verbreitete Hypothese, hohes ökonomisches Wachstum sei von attraktivem Aktien-ertrag begleitet, ist leider falsch. Die historische Evidenz zeigt, dass die Korrelation von realem Aktien-ertrag und Wachstum des Pro-Kopf-Einkommens negativ ist. Hohes Wachstum ist begleitet von unterdurchschnittlichem Aktien-ertrag. Ein überdurchschnittlicher Ertrag stellt sich ein, wenn das Bewertungsniveau und die Erwartungen tief sind und das Wachstum positiv überrascht. Schwelmländeraktien sind derzeit weder teuer noch billig, so auch in China. Dort scheint die Wirtschaft die Talsohle – gemessen am Einkaufsmanagerindex sowie an den vorlaufenden Indikatoren – durchschritten zu haben. Aber die Abhängigkeit vom globalen Wachstum bleibt hoch.

Von der Schwelmländerdynamik profitieren vor allem global starke Unternehmen aus entwickelten Ländern. Zwischen 40 und 50% der Gewinne US- und europäischer Konzerne sind darauf zurückzuführen. Davon kann ein zurückhaltender Aktieninvestor mit einem kontinuierlich optimierten Portfolio von Tiefvolatilitätsaktien profitieren, das zu einem überdurchschnittlichen Rendite-Risiko-Verhältnis führt.

Typische Vertreter kommen aus den Sektoren Nahrungsmittel (gegenwärtig interessant: Nutreco, Unilever und Barry Callebaut), Pharma (Orion, Roche oder Novartis) und Telecom (Swisscom). Auch die Valoren kleinerer Unternehmen aus dem Industriesektor, etwa Kaba und Schindler, weisen alle Merkmale attraktiver Tiefvolatilitätsaktien auf.

**ERFOLGVERSPRECHENDE ANLAGEN** Erfolgreiches Anlegen besteht darin, Chancen zu nutzen, die Ertrag bringen, und auf Risiken zu verzichten, die nicht entschädigt werden. Vermeidbare Risiken sind das Halten von zu wenig unterschiedlichen Wertschriften, das Setzen auf einzelne Länder, Industrien oder Themen, aber auch die Spekulation auf Veränderungen in Währungen und Zinsen. Nur richtig diversifizierte Risiken bringen eine risikogerechte Verzinsung des eingesetzten Kapitals. Finanzmärkte sind letztlich immer getrieben von betriebs- und volkswirtschaftlichen Faktoren.

Anlagekategorien sind wirksam entlohnte Risikoquellen. Sie dominieren die Anlageresultate. Der zukünftige Ertrag lässt sich in Komponenten zerlegen, die Zusatzrisiken in kumulativer Form entschädigen (vgl. Grafik). Eine Kategorie ist der Geldmarkt, wo die risikofreie Anlage die erwartete Inflation mindestens kompensieren sollte. Bei längerfristigen Regierungsanleihen kommt eine Prämie für das Zins- und bei Unternehmensanleihen für das Konkursrisiko hinzu. Auch Immobilien sollten einen positiven Realertrag bringen und das Halte- und Illiquiditätsrisiko entschädigen. In aufsteigender Reihenfolge von Ertrag und Risiken bringen gross- bzw. kleinkapitalisierte, nichtkotierte Aktien weiteren Zusatzvertrag.

Bei alternativen Investitionen geht es um Engagements in Waren (inklusive Edelmetalle), Hedge Funds und strukturierte Produkte. Der Anlageertrag von Waren (Commodities) ist von Preisänderungen, Zins- und Zinseszins- sowie Terminpreiseffekten getrieben. Selbst hoch spezialisierte Investoren haben Mühe, die Nachfrage- und Schwelmländer zu quantifizieren. Unseres Erachtens sind

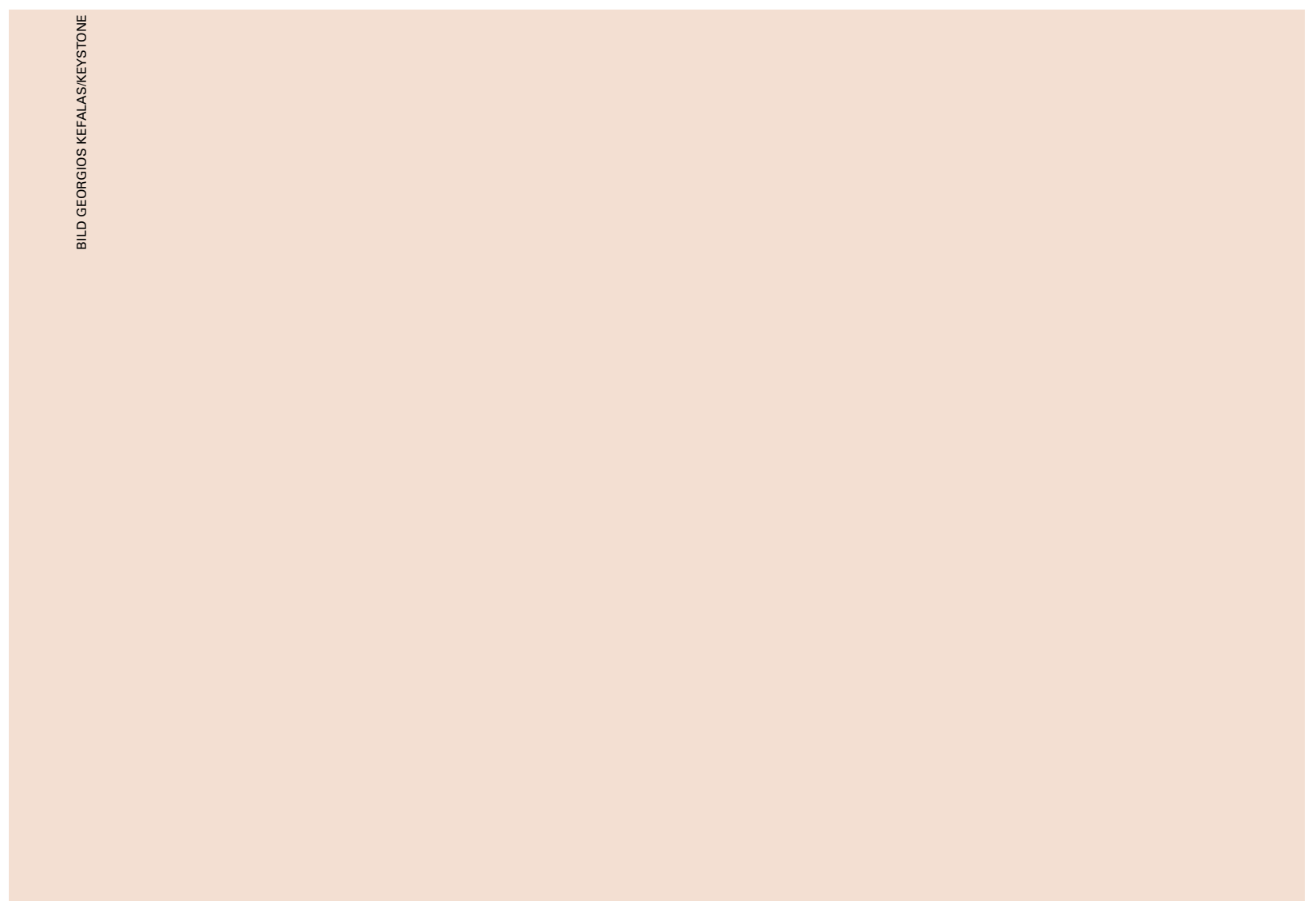


BILD GEORGIOS KEFALAS/KEystone

Waren keine eigenständige Anlagekategorie, bestenfalls eine taktische Beimischung.

Edelmetalle weisen über längere Zeit – im Vergleich zu Aktien – deutlich höhere Schwankungen auf und erzeugen oft während langer Jahre keinen Ertrag. Weder Gold, Silber noch Platin bezahlen Dividende. Anleger sind an den Themen Waren und Edelmetalle dennoch beteiligt. In jedem Aktienportfolio sind Titel von Unternehmen, die von der Exploration und/oder der Verarbeitung von Rohstoffen und Edelmetallen profitieren. Sie werden im Portfoliokontext erst noch dynamisch bewirtschaftet, je nach der Bewertungseinschätzung im Vergleich zu anderen Aktien.

Hedge Funds sind – entgegen den Marketingbotschaften – überwiegend nicht in der Lage, schlechte Marktsituationen abzusichern (Wortsinn von «Hedge»). Ihr Ertrag ist abhängig

von nicht offengelegten Risikoquellen. Die meisten davon finden sich in der Grafik unten. Hedge Funds sind besonders teuer, was den Ertrag reduziert. Unzulänglichkeiten im historischen Erfolgsausweis (Survivorship Bias, Backfill Bias) und Risiken wie Hebel, Illiquidität, Intransparenz, lange Wartezeiten beim Exit, Gegenparteierrisiko sowie mangelnde Berücksichtigung der statistischen Zusatzrisiken wie Schiefe und Kurtosis verfälschen das Bild und haben eine deutlich überoptimistische Darstellung zur Folge. Wir sehen Hedge Funds nicht als eigenständige Kategorie und würden Privaten abraten, ihr Spargeld darin zu investieren.

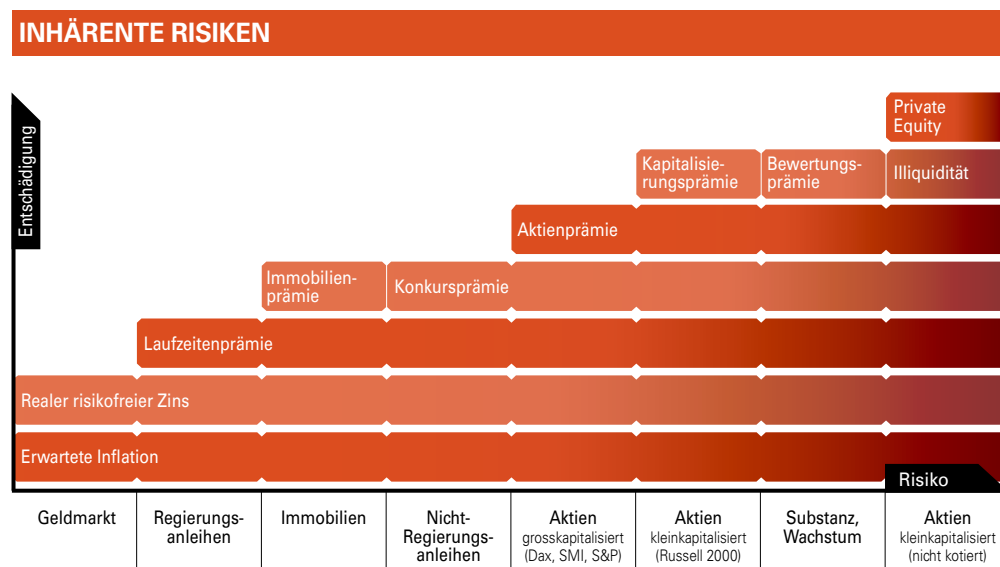
Strukturierte Produkte sind in Wertpapiere verpackte Anlagestrategien mit Derivaten. Da jedes Derivat von Basiswerten abgeleitet ist (auf Englisch: «derived from»), sind strukturierte

Produkte keine eigenständige Anlagekategorie bzw. keine systematisch entschädigte Ertrags- und Risikoquelle. Damit oft verbunden sind spekulative Annahmen über einzelne oder kleine Gruppen von Aktien, Währungen oder Zinsen. Je konzentrierter die Anlagen, umso weniger kann mit statistischer Gewissheit über Ertrag und Risiken ausgesagt werden. Es ist dann unmöglich, selbst die Bandbreiten der Unsicherheit abzuschätzen. Diese spekulative Investition ist ganz klar vom Investieren unter Unsicherheit zu unterscheiden. Nur für Letzteres können Anleger das Risiko quantifizieren und werden vom Markt entschädigt.

**CHANCEN FÜR KONSERVATIVE** Angesichts der Unsicherheiten sind risikoarme Strategien angezeigt – zum Vorteil risikoaverser Investoren, die den realen Werterhalt anstreben, oder für Pensionskassen mit schwachem Deckungsgrad, die in Anbetracht tiefer Zinsen verpflichtet sind, (zu) hohe Renten zu zahlen.

Kurz- und Mittelfristzinsen vernichten real Kapital. Lange Laufzeiten entschädigen das Zinsrisiko in einem noch nie da gewesenen Ausmass schlecht. Deshalb haben weitsichtige Anleger in ihrer Obligationenstrategie ein kleines Zinsrisiko (Duration) von bestenfalls unter zwei Jahren und investieren global äusserst breit diversifiziert in Unternehmensanleihen, wobei das Währungsrisiko abgesichert und wegen Insolvenzgefahren auf Banken- und Staatsrisiken weitgehend verzichtet werden sollte.

Wer noch höheren Ertrag anstrebt, kann (nicht unproblematisch) den Immobilienanteil erhöhen. Zudem sind Tiefvolatilitätsstrategien auch für risikoscheue Aktionäre interessant. ■



Roman von Ah, Geschäftsleiter, Swiss Rock Asset Management, und VR Schweizer Finanzanalysten SFAA und AZEK.