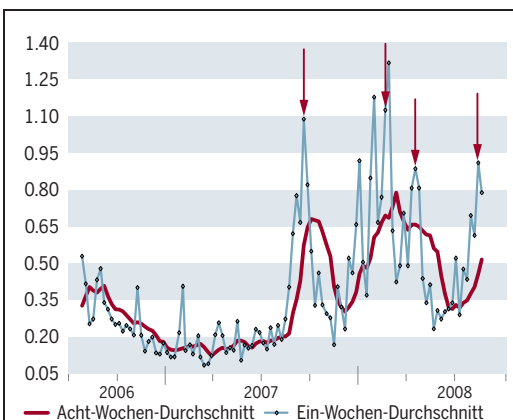


\$/Yen-Wechselkurs und Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen
Quelle: Wellenreiter-Invest NZZ

Ende der Korrelation?

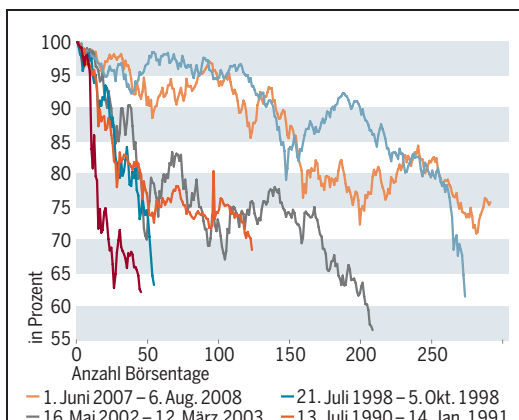
ra. An den Finanzmärkten finden sich immer wieder erstaunlich enge Korrelationen. Eine davon ist der sehr enge Zusammenhang zwischen dem Währungspaar Dollar/Yen und der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen. Seit Anfang 2007 Jahres ist der Gleichklang sehr eng, wie die Grafik zeigt. Bei den Renditen deutete sich jüngst ein Abwärtstrend an, da sich ein tieferes Hoch als das vorherige bildete. Damit könnte die Korrelation nun nachlassen, denn in den letzten drei Handelstagen hat sich der Dollar gegenüber vielen Währungen stark in Bewegung gesetzt – auch gegenüber dem Yen. So hat sich die US-Devisen seit Mittwoch um rund 2% zum Yen gefestigt. Die kommenden Handelstage werden zeigen, ob das Abebben der Korrelation anhält.



Verhältnis von Aktienkäufen und -verkäufen durch Firmeninsider
Quelle: Credit Suisse NZZ

Optimistische Insider

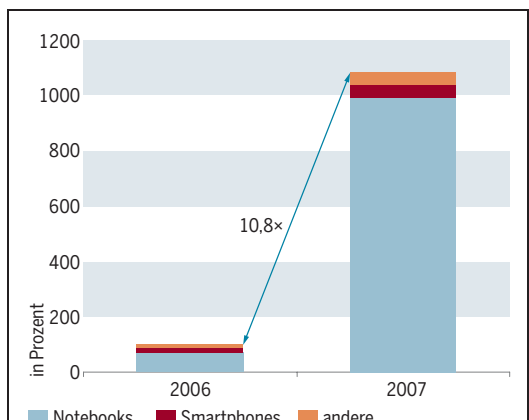
mbe. Die Stimmung an den Aktienmärkten ist immer noch gedrückt. Etwas anders sieht die Situation aus, nimmt man die Aktienkäufe von Unternehmens-Insidern zum Massstab. Während der jüngsten Tiefstände am Aktienmarkt haben Manager vermehrt Aktien des eigenen Unternehmens zugekauft. Das Verhältnis von Käufen zu Verkäufen, das üblicherweise wegen Beteiligungsprogrammen stark hin zu Verkäufen verzerrt ist, erhöhte sich deutlich. Viele Manager betrachteten ihre Firma zu diesen Zeitpunkten offenbar als unterbewertet. Starke Zukäufe sind für Anleger oft ein positives Signal, weil die Insider für gewöhnlich am besten über die tatsächlichen Aussichten ihres Unternehmens Bescheid wissen.



Die sechs Bärenmärkte in der Schweiz im Vergleich (1987–2007)
Quelle: Hinder Asset Management NZZ

Schmerzende Bärenmärkte

ra. Der derzeitige Bärenmarkt dauert gemessen am SPI bereits mehr als 300 Börsentage. In den beiden letzten Jahrzehnten gab es laut einer Analyse von Hinder Asset Management sechs Bear Markets. Die durchschnittliche Dauer betrug 174 Handelstage, und der Kursverlust lag im Durchschnitt bei 36,1%. Der gegenwärtige Abschwung führte seit dem Hoch «lediglich» zu einem Verlust von gut 20%. Beim Vergleich der Bärenmärkte fällt auf, dass jene in den achtziger und neunziger Jahren kurz und heftig waren und sich jene seit dem Jahr 2000 eher in die Länge zogen. Hoffnung kann Anlegern machen, dass die Erholung meist heftig ausfällt. Durchschnittlich stiegen die Kurse im ersten Monat um 12% und in den ersten drei Monaten über 20%.



Die Entwicklung des Mobilaten-Volumens in Finnland
Quelle: Clariden Leu NZZ

Teure Handyhersteller

feb. Die Zahl der verkauften hochwertigen Mobiltelefone («Smartphones») soll gemäss der Bank Clariden Leu in den nächsten Jahren um 30% bis 60% wachsen. Bereits heute sind in diesem Bereich stark steigende Datenvolumen zu beobachten, und mittelfristig wird eine Aufrüstung der Mobilnetze folgen. Finnland ist bei dieser Entwicklung den meisten Ländern voraus. Dort läuft das Wachstum der Mobilatenmenge zwar noch stark über Notebooks. Der Datentransfer dürfte in Zukunft aber immer stärker über Smartphones erfolgen. Dieser Trend spricht für die Aktien von Mobiltelefonherstellern. Allerdings sind die Titel einiger Hersteller hoch bewertet, und der starke Konkurrenzdruck könnte für sinkende Margen sorgen.

AGENDA	
<i>Konjunktur und Politik</i>	
13. 8.	Industrieproduktion Euro-Raum Juni (E): 0,1% (Vormonat: -1,9%) Einzelhandelsumsätze USA Juli (E): 0,2% (Vormonat: 0,1%) Lagerbestände USA Juni (E): 0,4% (Vormonat: 0,3%)
14. 8.	Bruttoinlandprodukt Euro-Raum 2. Quartal (E): -0,2% (Vorquartal: 0,7%)
15. 8.	Empire State Manufacturing Index USA August (E): -4,5 (Vormonat: -4,9) Industrieproduktion USA Juli (E): 0,1% (Vormonat: 0,5%) Konsumentenvertrauen Univ. Michigan August (E): 62,3 (Vormonat: 61,2)
<i>Unternehmen und Märkte</i>	
11. 8.	Nobel Biocare Semesterergebnis
12. 8.	UBS Semesterergebnis Adecco Semesterergebnis Geberit Semesterergebnis Schmolz + Bickenbach Semesterergebnis Schulthess Semesterergebnis Tornos Semesterergebnis Kardex Semesterergebnis Advanced Digital Broadcast Semesterergebnis Interroll Semesterergebnis
13. 8.	Prozess gegen UBS-Banker Birkenfeld Urteilsöffnung Swisscom Semesterergebnis Zurich Financial Services Semesterergebnis Vontobel Semesterergebnis Rieter Semesterergebnis Valiant Semesterergebnis Tecan Semesterergebnis SHL Telemedizin Ergebnis 2. Quartal
14. 8.	St. Galler Kantonalbank Semesterergebnis Swissmetal Semesterergebnis Walter Meier Semesterergebnis
15. 8.	Hügli Semesterergebnis StarragHeckert Semesterergebnis COS Computer Systems Semesterergebnis

E: Erwarteter Wert; Q: Quartal; G/A: Gewinn pro Aktie (Gesamtjahr); GJ: Geschäftsjahr; i. V.: im Vorjahr.
Quelle: div. Banken, Bloomberg, Reuters (ohne Gewähr und ohne Anspruch auf Vollständigkeit)

Die Tücken der Barrier-Reverse-Convertibles

Vorsicht vor Maximierung des Risikos statt Optimierung der Rendite

Von David Rey und Markus Schmid*

Zu den beliebtesten strukturierten Produkten gehören Barrier-Reverse-Convertibles. Neben einem attraktiven Coupon bieten sie einen bedingten Kapitalschutz. Doch bei vielen Produkten ist mit den jüngsten Marktturbulenzen der Worst Case eingetreten: Die Lieferungen von Aktien führen meist zu sehr negativen Renditen – trotz Couponzahlung.

Vor den jüngsten, für viele Anleger überraschend eingetretenen Marktturbulenzen gehörten (Multi-Asset-)Barrier-Reverse-Convertibles (BRC) zu den beliebtesten Produkten, um die Rendite zu optimieren. Mit dem Abschwung an der Börse ist jedoch bei vielen dieser Instrumente der Worst Case eingetroffen. Durch die Berührung der Barriere ist der bedingte Kapitalschutz abhandengekommen, und der Anleger muss damit rechnen, über entsprechende («Worst-of-»)Titellieferungen einen grossen Teil des Nominalwertes zu verlieren. Die garantierte Couponzahlung ist ein kleiner Trost dafür, Aktien zu den letztjährigen Höchstkursen beziehen zu müssen. Die im Moment festzustellende Skepsis der Anleger gegenüber diesen Produkten verwundert daher nicht. Es stellt sich also trotz der Beliebtheit dieser Produkte die Frage, ob die damit verbundenen Risiken von Anlegern richtig eingeschätzt wurden.

Entstehung von Klumpenrisiken

Wer die künftigen Kursentwicklungen richtig prognostiziert – im Fall von BRC im Wesentlichen seitwärts tendierende Kurse –, kann damit Geld verdienen. Es ist allerdings keine neue Erkenntnis, dass viele Anleger ihre Prognosefähigkeit systematisch überschätzen. Investoren sollten sich deshalb immer wieder eine Vorstellung darüber machen, ob die Anlageziele auch dann noch erreicht werden können, wenn sich die ursprünglichen Einschätzungen als falsch erweisen. In diesem Fall können, wie die gegenwärtige Marktentwicklung zeigt, die letztlich realisierten Renditen ziemlich tief ausfallen. Einer der häufigsten Fehler beim Einsatz dieser Produkte ist zudem das Eingehen von Klumpenrisiken. Das Problem kann gerade bei heimischen Anlegern beträchtlich sein. Die Aktien von Nestlé, Novartis, UBS, Roche und der Credit Suisse Group sind in den Schweizer Indizes stark übervertreten. Der Erwerb von BRC auf die «Swiss Big Five» zusätzlich zu einem bereits vorhandenen «diversifizierten» Aktienportfolio mit Schweizer Titeln ist also beispielsweise nicht sinnvoll.

Viel zu oft wird vergessen, dass der Einsatz von Rendite-Optimierungs-Produkten nicht nur isoliert, sondern immer auch im Kontext des bestehenden Gesamtportfolios beurteilt werden sollte. Für den Anleger dürfte es nämlich durchaus eine Rolle spielen, ob ein allfälliger Verlust in eine Zeit fällt, in der das restliche Anlageportfolio auch einen Verlust erleidet, oder dann realisiert wird, wenn die Hauptkomponenten des Anlagevermögens positive Renditen aufweisen. Damit konfrontiert, würden wohl viele Anleger den zweiten Fall bevorzugen, doch scheint es,

dass sie sich häufiger für jene Produkte entscheiden, deren Auszahlungsprofile vor allem im negativen Marktumfeld mit den Renditen der zugrundeliegenden Basiswerte und somit häufig auch mit dem Gesamtportfolio des Anlegers stark korreliert sind. BRC sind dafür geradezu ein Paradebeispiel.

Die Crux mit dem Kapitalschutz

Auch der Mechanismus des bedingten Kapitalschutzes von BRC ist im Portfoliokontext kritisch. Rückblickend auf die letzten Monate lässt sich, etwas überspitzt formuliert, durchaus festhalten: Mit einem bedingten Kapitalschutz hat man den Kapitalschutz grundsätzlich dann, wenn man ihn nicht benötigt, jedoch dann nicht, wenn man ihn benötigen würde. Der Anleger bezahlt also für einen Schutz, der ihm im entscheidenden Moment nichts bringt. Auch der derzeit häufig nachgefragte unbedingte Kapitalschutz von Kapitalschutzprodukten ist nicht immer optimal: Hier hat man den Kapitalschutz dann, wenn man ihn benötigt, aber auch dann, wenn man ihn nicht benötigt. Der Anleger ist damit häufig überversichert – und der Schutz ist kostspielig, vor allem, wenn zu spät abgesichert wird. Optimal wäre aber ein Kapitalschutzmechanismus, der dann zum Tragen kommt, wenn man den Schutz benötigt, etwa in einem stark negativen Marktumfeld, nicht aber dann, wenn man ihn aus Sicht des gesamten Anlageportfolios nicht benötigt.

Viele Anleger suchen im gegenwärtigen Marktumfeld Produkte zur Renditeoptimierung mit konservativerem Risikoprofil. Erstaunlicherweise finden sich im bestehenden Produkteangebot der Emittenten kaum Vehikel, welche die ausgeführten Kritikpunkte an den herkömmlichen Auszahlungsprofilen im obigen Sinn wirklich verbessern. Um dies zu erreichen, könnte die Rückzahlung eines BRC (mit oder ohne Barriere) beispielsweise an die Wertentwicklung eines zusätzlichen Referenzindex gekoppelt werden. Immer dann, wenn der Referenzindex am Ende der Laufzeit des Produktes unterhalb einer im Voraus definierten Schwellenschwelle schliesst, wird der Nominalwert (und der Coupon) vollständig zurückbezahlt – unabhängig von der Kursentwicklung der zugrundeliegenden Basiswerte.

Wichtige Portfolio-Aspekte

Dieser Referenzindex sollte die Hauptrisikokomponente im Portfolio des Anlegers spiegeln. Für einen Schweizer Anleger könnte dies beispielsweise der Swiss-Market-Index (SMI) sein. Eine Kumulation der Risiken im ungünstigsten Moment wird damit effektiv und effizient verhindert, denn («Worst-of-»)Titellieferungen sind so in einem stark negativen Marktumfeld nicht mehr möglich. Anders ausgedrückt ermöglicht der skizzierte Schutzmechanismus eine Trennung des allgemeinen Marktrisikos vom titelspezifischen Risiko. Letzteres wird nur in einem positiven Marktumfeld eingegangen – dann sind allfällige Verluste besser verkraftbar, und «yield enhancement» wird so nicht mehr im falschen Moment zum unerwünschten «risk enhancement».

Fahrzeugmarkt
Mehr als 80 000 Fahrzeuge im Internet.
www.nzz.ch/fahrzeuge

Märkte und Meinungen

Gute Offenheit gegenüber Staatsfonds

Mancher Anleger dürfte ein mulmiges Gefühl im Bauch gehabt haben, als der Singapurische Staatsfonds GIC im vergangenen Dezember als grosser Kapitalgeber bei der UBS einstieg. Konnte es gut kommen, wenn der Stadtstaat Singapur dereinst – nach Wandlung der Pflichtwandelanleihe – grösster Aktionär der Schweizer Grossbank sein würde? Ängste vor der politischen Macht von Staatsfonds aus den Golfstaaten und asiatischen Schwellenländern, die sich in grossem Stil im Westen engagierten, kamen auch in anderen Ländern auf. Doch mittlerweile hat sich die Unruhe wieder etwas gelegt. Für die GIC wird sich das UBS-Engagement erst ab einem Aktienkurs von gut 51 Fr. richtig lohnen, aber der Kurs dümpelt gegenwärtig um 20 Fr. Eine ähnlich ernüchternde Erfahrung machte der chinesische Staatsfonds mit seinem Engagement bei der Private-Equity-Gesellschaft Blackstone. Die vermeintliche Macht der Staatsfonds hat offenbar Grenzen. Sie sind den Marktkräften ebenso ausgesetzt wie andere Anleger. Ihr politisches Gewicht hilft da wenig.

Mittlerweile ist auch klarer geworden, dass die Engagements der Staatsfonds viele Vorteile haben. Immerhin hat die GIC der UBS in einem schwierigen Moment 11 Mrd. Fr. zur Verfügung gestellt und die Bank damit möglicherweise vor noch grösseren Problemen bewahrt. Dafür dürften ihr auch andere UBS-Anleger nicht ganz undankbar sein. In einem grösseren Zusammenhang geht es darum, dass Kapital, das in den letzten Jahren in den Osten geflossen ist, wieder dorthin zurückkehrt, wo es am produktivsten eingesetzt werden kann. Die Schwellenländer haben für ihre Erdöleinahmen und Devisenreserven in der Heimat oft zu wenig sinnvolle Investitionsmöglichkeiten. Dass sie ihr Geld im Westen anlegen, entspricht einem globalen Einsatz des Kapitals, der für alle Seiten Vorteile verspricht.

Für das Interesse der aufstrebenden Länder an Investitionen im Westen gibt es einen weiteren Grund. Neuere Studien zeigen, dass sie vor allem auch von der Qualität der westlichen Finanzmärkte profitieren wollen – etwa ihrer hohen Liquidität und ihrer meist zweckmässigen Regulierung. Diese Faktoren sind im Heimatmarkt oft nicht gegeben. Mit der Zeit dürften die Schwellenländer allerdings, gerade auch über die Engagements ihrer Staatsfonds, vom Westen lernen und die Qualität ihrer eigenen Finanzmärkte verbessern. Wenn dieser positive Effekt international offener Finanzmärkte eintreten sollte, wäre es eine Entwicklungshilfe im besten Sinne. Dafür dürften sich auch Anleger erwärmen können, die bisweilen Staatsfonds kritisch gegenüberstehen.