

Invest

«Die Butter ist weg»

Mit hochverzinslichen Anleihen waren im laufenden Jahr starke Renditen zu erzielen. Doch jetzt liegt bei diesen zyklischen Anlagen nicht mehr so viel drin. *Von Fritz Pfiffner*

Alles spricht von Aktien, haben die Kurse doch im laufenden Jahr in der Schweiz (Swiss-Performance-Index) um 17% zugelegt. Weniger in den Schlagzeilen sind Anleihen. Dabei brachten hochverzinsliche US-Anleihen, sogenannte US High Yield, bisher einen Gesamtertrag von rund 51% in Dollar und immer noch über 40% in Franken. Mit europäischen Hochzins-Anleihen waren gar Gesamterträge von gegen 60% zu erzielen.

Unter hochverzinslichen Anleihen fallen jene Emittenten, die von den Rating-Agenturen als riskant, also nicht mehr mit dem Label «Investment Grade» versehen werden. Solche Anleihen werden mit BB und noch tiefer benotet und nicht mindestens mit einem A. Die schlechte Bonität schlägt sich am Markt dann mit Aufpreisen, das heisst hohen Coupons und Renditen, nieder.

Hochverzinsliche Anleihen kennt man vor allem am US-Kapitalmarkt und im Euroraum. Private Anleger sollten nicht einzelne hochverzinsliche Bonds kaufen, sondern spezielle High-Yield-Fonds oder einen Index-Fonds. Es gibt auch Anbieter (siehe Tabelle), die das Währungsrisiko absichern.

Mit hochverzinslichen Obligationenfonds waren zwischen 2006 und 2007 schöne Renditen zu erzielen. Doch bereits 2007 mussten viele High-Yield-Fonds leichte Verluste hinnehmen. 2008 kamen sie gar unter die Räder, doch im laufenden Jahr feiern sie ein sehr starkes Comeback.

Bereits ist von einem «High-Yield-Fieber» die Rede. Sandro Näf, Portfoliomanager des Nordea European High Yield Fund, spricht von einem «phantastischen Umfeld». Er sieht noch kein Ende des positiven Trends. Näf ist mit seiner Einschätzung nicht allein. Die meisten Manager von Hochzinsanleihen-Fonds finden, dass der Sektor immer noch attraktive Bewertungen bietet, trotz stark fallenden Risikoprämien (Rendite Staatsanleihen minus Rendite High Yield Bonds), schreibt der Fondservice von Standard & Poor's. Obwohl der Markt in kurzer Zeit sehr stark gestiegen ist, bleiben also viele Fonds-Manager «optimistisch».

Nun haben offensichtlich viele Anleger den Rendite-Appetit gerochen. Sie folgen dem Trend und kaufen, wenn die Fonds bereits stark gestiegen sind. (Wir hatten in der «NZZ am Sonntag» am 15. Februar 2009 High-Yield-Fonds als Anlageidee vorgestellt.)

Vor dem Hintergrund dieser Euphorie verwundert es nicht, dass auch die grosse Genfer Privatbank Pictet am 13. November den Pictet Funds (Lux) US High Yield lancieren wird. Der amerikanische High-Yield-Markt ist mit einem ausstehenden Volumen von über 700 Mrd. \$ tatsächlich der



Hochzinsfonds locken mit satten Renditen

Grosse Unterschiede über 3 Jahre bei den Top 5 in den jeweiligen Sektoren

Name	Valor	Währung	Performance 1 Jahr in Prozent	3 Jahre in Prozent
Euroraum				
FISCH Bond Value Fund	2396674	€	22,5	14,6
Nordea 1 - European High Yield Bond Fund BP	1365459	€	19,0	7,7
Morgan Stanley European Curr High Yield Bond A	623079	€	17,1	7,0
Threadneedle European High Yield Bond C1 Net	1127543	€	16,3	6,9
HSBC GIF Euro High Yield Bond AC EUR	1578665	€	15,5	5,4
Franken				
UBS (Lux) Bond Sicav - Select (CHF) P-acc	1976720	Fr.	8,5	9,3
SWC (CH) BF Corporate H CHF A	70090	Fr.	9,5	7,9
Credit Suisse Premium (CH) Bond CHF	1943249	Fr.	8,9	5,6
SWC (CH) BF Opportunities Hedged CHF	2017534	Fr.	6,6	5,6
UBAM Global Bond CHF A Cap	493557	Fr.	4,8	5,1
Dollarraum				
Fidelity Funds - US High Yield A USD	1294016	\$	5,7	-6,9
Parvest US High Yield Bond C	1105646	\$	5,2	-8,6
LGT Multi Manager Bond High Yield B	2656460	\$	7,4	-9,0
Coutts Equator High Yield Bond Prgm Srs 2	1598034	\$	-1,8	-9,5
Janus US High Yield A USD Acc	996708	\$	5,3	-10,1

Reihung nach Performance über 3 Jahre per 30. 9. 2009 in Franken

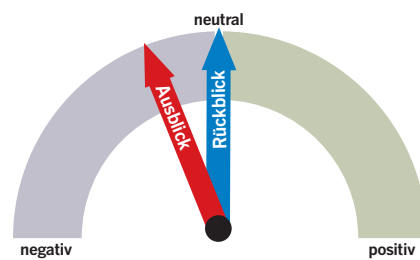
Quelle: Lipper

bestentwickelte Markt des riskanten Segments. Er bietet, so Pictet, einmalige Gelegenheiten, um am Konjunkturaufschwung der USA mit entsprechend positiven Auswirkungen auf die einheimischen Unternehmen teilzuhaben. Die Risikoprämien sollten sich weiter vermindern. Zudem korrelierten US High Yield Bonds wenig mit anderen festverzinslichen Anlagen.

Diese optimistischen Einschätzungen werden nicht überall geteilt. So empfiehlt die Zürcher Privatbank Lienhardt & Partner nach der herausragenden Performance des High-Yield-Segments vorerst keine Neuanlagen mehr. Auch Rolf Maurer, Partner der Fonds-Boutique Bevag in Zürich, sagt: «Wer keinen Fonds mit hochverzinslichen Anleihen hat, dürfte den Zeitpunkt zum Einstieg verpasst haben.»

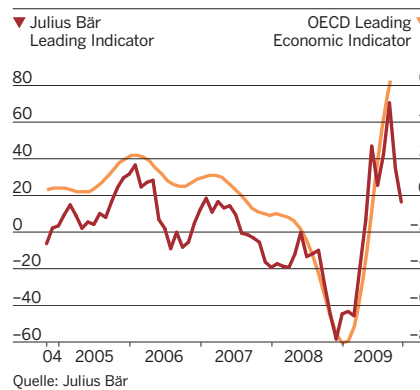
Und Alex Hinder, Gründer der unabhängigen Hinder Management AG in Zürich, kommt zum Schluss: «Die stärkste Kurserholung bei High-Yield-Bonds liegt hinter uns, die Butter ist bereits weg.» Die Risikoprämien, so Hinder, hätten sich mehr als halbiert, lägen bei gut 7%, sie hätten sich damit dem langfristigen Durchschnitt von 6% angenähert. Das Risiko in dieser sehr zyklischen Anlageklasse ist gestiegen.

Börsenkompass

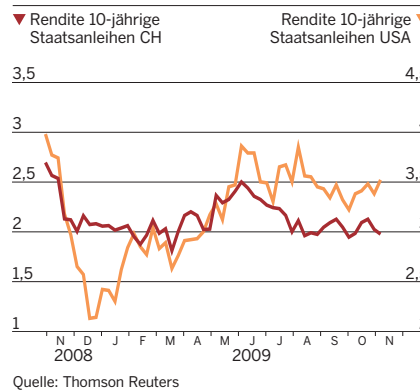


Die Aufwärtsbewegung an den Börsen ist vorerst zu Ende. Zweifel an einer nachhaltigen Erholung der Weltwirtschaft plagen die Investoren. Einzelne Quartalsresultate von Unternehmen lassen hoffen.

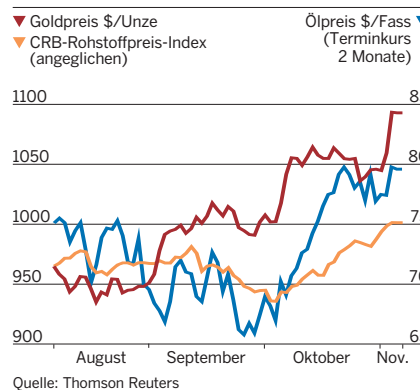
Konjunktur



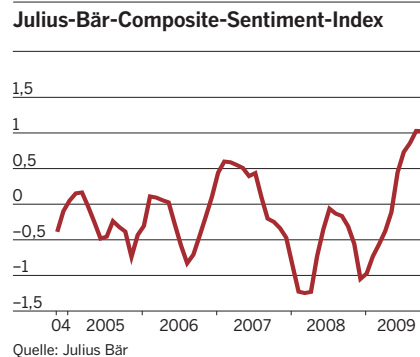
Zinsen



Rohstoffe, Öl, Gold



Börsenstimmung



Kurse/Zinsen

In Fr.	Aktuell	Letzte Woche	Ende 2008
1 US-\$	1.0155	1.0243	1.0644
1 €	1.5102	1.5112	1.4795
1 £	1.6867	1.6883	1.5621
Gold: Fr./kg	35 938	34 609	30 457
Heizöl: Fr./100l	74.60	76.70	65.10

Hypothekarzinsen

	CS	UBS	ZKB	Raiff.	Migros
Variabel	2,85	-	2,5	2,875	2,5
Fest 3 Jahre	2,15	2,35	2,06	2,15	1,86
Fest 5 Jahre	2,7	2,87	2,61	2,7	2,41
Fest 10 Jahre	3,6	3,65	3,38	3,45	3,35

Die Bonus-Kultur macht aus Bankern Duckmäuser



Geldspiegel

Markus Städeli

Es lockt der Bonus, und endlos ist die Debatte über die variable Entlohnung von Bankern. Während eine breite Öffentlichkeit die Höhe der Boni schlicht skandalös findet, argumentieren die Aufsichtsbehörden differenzierter. Für sie ist nicht die Höhe, sondern die Art und Weise, wie die erfolgsabhängige Komponente bemessen und ausbe-

zahlt wird, entscheidend. Sie wollen verhindern, dass Banker exzessive Risiken eingehen, um ihre Boni in die Höhe zu treiben.

Vernachlässigt werden in der Diskussion die Auswirkungen der Bonus-Zahlungen auf die Firmenkultur. Sie sind verheerend. Intelligente, talentierte Banker verkommen im Tanz um das Goldene Kalb oft zu gnadenlosen Opportunisten und stromlinienförmigen Duckmäusern. Sie haben allen Grund dazu: In aller Regel bestimmt der Vorgesetzte nicht nur, wer in seiner Abteilung befördert wird, was per se grosse finanzielle Folgen hat. Er oder sie verteilt auch den Bonus-Topf: Beträge, die bekanntlich sehr hoch ausfallen können – sowohl in absoluten Zahlen als auch relativ zum Fixgehalt. Ergo darf es sich ein Bankangestellter unter gar keinen Umständen mit seiner Chefin verderben oder negativ auffallen. Ist der Vorgesetzte schwach, wird er kritische Geister

oder Querdenker abstrafen. So scheiden Leute mit Kanten oft aus den Banken aus, etwa indem sie sich selbständig machen. Doch gerade unangepasste Mitarbeiter wären ein wichtiges Korrektiv, weil sie die Eigenschaft haben, unbequeme Fragen zu stellen. Etwa, wenn die Bank für reiche US-Kunden illegale Dienstleistungen erbringt oder Kleinanlegern Produkte empfiehlt, die intern als «Schrott» bezeichnet werden.

Überangepasste Untergebene sind auch ein Problem für ihre Chefs. Diese bekommen oft zu spät mit, wenn sich an den Märkten oder an der Kundenfront ein Gewitter zusammenbraut, da sie keine ungefilterten Informationen mehr von unten bekommen. Ihre Mitarbeiter färben negative Entwicklungen schön oder unterdrücken sie gänzlich, da sie davon ausgehen, dass der Botschafter erschossen wird, nachdem er die schlechte Nachricht überbracht hat. Das kann in einer

stark hierarchischen Organisation zu einem gefährlichen Realitätsverlust in der Führungsetage führen.

Die Bonus-Kultur wird wohl dazu führen, dass nach der UBS bald wieder eine Schweizer Bank ins Messer läuft. Anleger, die langfristig in Bankaktien investieren wollen, sollten die Bonus-Frage deshalb nicht einfach vom Tisch wischen, indem sie sich sagen: Solange der Gewinn nach Abzug der horrenden Mitarbeiter-Entschädigungen stimmt, ist alles in Ordnung. Ein interessantes Modell, um diese Gefahren zu umschiffen, hat die Bank EFG International implementiert. Sie macht die Höhe der Boni alleine davon abhängig, wie viel ein Kundenberater für die Bank verdient – nach Abzug aller Kosten. So ist der Kundenberater ein kleiner Unternehmer und kann sich von seinem direkten Chef emanzipieren. Dieses Modell dürfte auch zu einer höheren Mitarbeiterzufriedenheit führen.