

VON SCHMETTERLINGEN ZU SCHWARZEN SCHWÄNEN ▶

txt: Matthias Niklowitz] Wer seit Frühjahr 2008 zyklische Schweizer Aktien hielt, verlor etwa mit Chemiewerten 30 und mit Bankentiteln 50 Prozent. Anleger, die Pharmawerte führten, büssten lediglich deren 4 ein. Innert Jahresfrist (per November) verloren diese Werte nur 7 Prozent. Dafür legten sie im Aufschwung zwischen 2003 und 2007 auch deutlich weniger zu als Banken oder Industrieaktien.

Wer also rechtzeitig den Wechsel von zyklischen in defensive Werte respektive von Wachstums- in Substantitel schafft, verdient ungleich mehr als die Verfechter der «buy-and-hold»-Strategie. Citigroup-Analyst Keith Miller hat die Sache für US-Aktien durchgerechnet. Von 1989 bis 1991 gewannen Wachstumswerte 51, Substantitel 17 Prozent. In den anderthalb Jahren danach stagnierten hingegen die «Zykliker» und die defensiven Werte legten zu.

Schmetterlingsgleich

Während des Booms zwischen 1993 und 2000 vervierfachten sich Wachstumsaktien, defensive hingegen gewannen «nur» 161 Prozent. Im Durchschnitt aller Phasen war mit Zyklikern 62 Prozent Gewinn zu machen, mit defensiven lediglich 40. Wer in den letzten 20 Jahren in den USA ausschliesslich in Wachstumswerten engagiert war, kam auf eine Performance von 2,5 Prozent bei Zyklikern und 2,35 bei defensiven Aktien. Für Investoren ist die Differenz gleichsam das Flattern eines Schmetterlings.

Die Depots jener Anleger, die zum richtigen Zeitpunkt wechselten, gewannen pro Quartal durchschnittlich 3,3 Prozent hinzu. Aus einem Startkapital von 100 Dollar vor knapp 20 Jahren wurden je rund 500 Dollar, ganz gleich, ob sich wer für die eine oder die andere Strategie entschied. Anleger, die rechtzeitig gewechselt haben, haben jetzt hingegen 900 Dollar. Ein kleiner Effekt mit grosser Wirkung, der erst auf lange, ganz lange Sicht zu einem Sturmloch mutiert.

Die Zeit im Brennpunkt

Entscheidend für den Erfolg einer solchen Strategie ist der Zeitpunkt des Wechsels. Keith Miller hat dafür ein zweistufiges Modell entwickelt. Dabei spielen fünf Faktoren eine Rolle:

- Monatsveränderung «Credit Spreads»: Liegen diese sehr hoch, sind Value-Aktien besser.

- Bewertung der Titel beider Stilrichtungen im Vergleich zu den Cashflows. Lag die Bewertung im historischen Vergleich zu den Cashflows niedrig, ist eine gute Performance von Wachstumsaktien wahrscheinlich.
- Kurzfristige Zinsen: Fallen diese, werden die Wachstumswerte kurzfristig überlegen sein.
- Überproportionales Wachstum der Wachstumswerte. Wenn sich eine der beiden Richtungen zu stark von der anderen unterschied, war dies ein gutes Wechselsignal.
- Paralleles Wachstum beider Richtungen. Wenn dieses Signal kam, empfahl es sich in der Vergangenheit, in der Richtung investiert zu bleiben, in der man gerade war. Landläufig heisst es auch «the trend is your friend».

Wer eine solche Strategie mit einfachen Mitteln kopieren möchte, kann etwa den Indextracker auf den ABN USA Fundamental Value Index mit einem der vielen Nasdaq-Indextracker kombinieren und hin und her wechseln. «Spreads» und Transaktionskosten dürften indes die theoretisch erreichbare Gesamtperformance empfindlich schmälern.

Rezessive und/oder florierende Phasen

Vermögende Anleger, die besonders günstige Konditionen erhalten, können die Strategien verfeinern. Gihyung Kim, Analyst bei Hyundai Research, hat für drei Phasen der wirtschaftlichen Expansion und für zwei Phasen der Rezession die jeweils optimalen Branchen ermittelt: In der ersten Expansionsphase sollten Anleger auf Technologie und Transport setzen, in der zweiten auf Baumaterialien, Kapitalgüterhersteller und Dienstleister. In der dritten Phase sind dann Konsumgüter und Energietitel die erste Wahl. In der ersten Zeit einer Rezession ist man mit Versorgung und Telcom-Netzbetreibern am

ZYKLISCHE WERTE

Die Börsennotierungen sogenannter zyklischer Werte hängen sehr stark von der konjunkturellen Lage ab. Mit anderen Worten heisst das, dass sich die Umsätze von Unternehmen aus beispielsweise der Automobil- oder Chemiebranche stark in Abhängigkeit des jeweiligen Konjunkturzyklus entwickeln. Die Rohstoff- oder die Maschinenbauindustrie gehören ebenso in die Kategorie «Zykliker» (nicht abschliessende Aufzählung).

Es herrscht überwiegend die Meinung vor, dass Anleger, die rechtzeitig von «Zyklikern» zu defensiven Werten und umgekehrt wechseln, die Benchmark schlagen. Was durchaus Berechtigung hat oder von Erfolg gekrönt sein kann, ist in der Praxis aber gar nicht so einfach wie es den Anschein macht.

besten bedient, in der zweiten einer Rezession dann mit zyklischen Konsumgütern und Finanzwerten.

Der Wechsel von Zyklikern zu defensiven Aktien wurde auch unter dem Stichwort «Sektorrotation» bei strukturierten Produkten verbrieft. Die Bank Vontobel hat dazu eine Reihe von Produkten herausgegeben. Diese verwenden aber andere Entscheidungskriterien als die Citigroup. Zunächst wird eine Risiko-Rendite-Erwartung für jeden Sektor ermittelt. Dann werden Sektorgewichte und darauf Einzelgewichte von attraktiven Aktien ermittelt. Dass übrigens ausgerechnet der letzte September/Okttober die über die Jahre aufgebaute positive Performance einiger Zertifikate ruiniert hatte, ist kein Zufall.

Nassim Talebs schwarzer Schwan

Viele Rotationsstrategien nehmen Veränderungen auf Monatsbasis vor und sind damit in extrem volatilen Zeiten zu wenig flexibel. Kurzfristige Fehlentscheidungen werden in solchen Phasen mit aussergewöhnlichen Schwankungen nicht gleich korrigiert. Nassim Taleb (siehe auch PUNKTausgabe #15 «Finanzmarktstrategien im Brennpunkt») hatte für solche vermeintlich ganz selten eintretenden Ereignisse den Begriff «Black Swan» geprägt.

Die massiven Marktverwerfungen, die von den Modellkonstrukteuren für ganz selten gehalten und deshalb vernachlässigt wurden (aber dennoch oft genug vorkommen), dürften zu neuen Modellansätzen führen. Der Druck ist beträchtlich. Denn mit diesem Problem des richtigen Timings und den Richtungswechseln schlugen sich auch viele Investmentbanken herum.

Schnippchen schlagen

Ihre internen Hedge Funds, die in guten Börsenzeiten einen schönen und stabilen Gewinnbeitrag, ausgewiesen unter der Rubrik «Eigenhandel», erwirtschafteten, versagten ebenfalls meistens. Wenigstens haben die Modellkonstrukteure, die mit dem Schmetterlingseffekt dem «schwarzen Schwan» ein Schnippchen schlagen wollten, mit der hohen Volatilität der Volatilität das «schwarze Schaf» gefunden. Mehr zu den Zyklikern – konkrete Anlageempfehlungen respektive nicht empfohlene Werte – lassen sich übrigens auf Seite 17 ff. – nachlesen. ▶

Solange noch schwarze Wolken über den Finanzmärkten hängen, ist es wichtig, vor allem auf weisse Branchen zu setzen. Welche Sektoren im momentan volatilen Umfeld positiv und welche eher schwarz und unattraktiv erscheinen, wollte das «PUNKTmagazin» von ausgewiesenen Experten wissen.

txt: Mark Baer] «Risk seeking» ist vorerst passé. In den nächsten Monaten werden auf dem Aktienparkett wohl eher konservative respektive tief bewertete Anlagen «en vogue» sein. Die erwartete Erholung der Wirtschaft sollte sich laut Experten bereits im nächsten Jahr durch die vielfältigen Hilfspakete der Regierungen einstellen. Es ist zu hoffen, dass die

grossen Stabilitätspakete ihre positive Wirkung mit Verzögerung auch in der Realwirtschaft entfalten werden. Nach den üblen Verwerfungen an den Finanzmärkten dürfte laut der unabhängigen Vermögensverwaltungs- und Beratungsgesellschaft Hinder Asset Management AG die in den letzten Monaten schwärzeste Branche vielleicht schon bald >>>

▲ DIE SCHWARZEN UND WEISSEN BRANCHEN-SCHÄFCHEN



zu einem weissen Sektor werden. CEO Alex Hinder geht davon aus, dass die Finanzbranche zwar noch bis zum Tiefpunkt der Rezession unter Druck bleiben wird. «Sobald der Tiefpunkt der gegenwärtigen Rezession aber durchschritten ist, werden Finanzwerte überdurchschnittlich abschneiden, das war historisch gesehen immer so», so der Investmentstrategie gegenüber «PUNKTmagazin».

Verzögerte Erholung

Und Hinder weiter: «Diesmal dürfte dies nicht anders sein.» Viele Finanzwerte haben bis zu 80 Kursprozente eingebüsst und sind deutlich unterbewertet. Trotzdem bestehen noch gewisse Gefahren. Die Krise kann laut Hinder viel länger dauern als im Moment angenommen, sodass sich die Konjunkturerholung immer wieder hinauszögert. In der Vergangenheit sind die Kurse jeweils rund drei bis sechs Monate vor dem Ende der Rezession wieder gestiegen.

Wie können nun Privatinvestoren von der möglichen Auferstehung des Finanzsektors profitieren? Der Finanzprofi Hinder empfiehlt, bei einer sich abzeichnenden Erholung in einen Branchen-ETF zu investieren. Sowohl in Europa als auch in den USA gibt es eine breite Auswahl davon. Mit einem Indexfonds investiert man in einen diversifizierten Korb von Einzeltiteln. «Dadurch ist man nur dem Sektorrisiko ausgesetzt, nicht aber der unberechenbaren Entwicklung von Einzeltiteln», so Alex Hinder.

Auf Nahrungsmittel und Energie setzen

Die Credit Suisse zählt die defensive Nahrungsmittelindustrie zu den «weissen Sektoren». Dies, weil die Nachfrage nach Nahrungsmitteln nur wenig vom Konjunkturzyklus abhängig sei. Zudem weise die Industrie eine gute Cashflow-Generierung auf und dies sei jeweils gut vorhersehbar. Angesichts der immer noch schwierigen Lage auf den Kreditmärkten mag die Grossbank auch die grundsätzlich guten Finanzprofile der Unternehmen innerhalb dieser Industrie, insbesondere in Europa.

«Der Sektor ist im Vergleich zum Markt eher teuer bewertet, bewegt sich aber im Rahmen seines historischen Durchschnitts», sagt Olivier P. Müller, Leitender Analyst im europäischen Credit-Suisse-Aktienresearch. Da sich der Sektor in den vergangenen zwei bis drei Jahren strukturell deutlich verbessert hat, verdiene er gegenüber dem Markt auch eine etwas höhere Bewertungsprämie. Auf Aktien der Nahrungsmittelindustrie sollten laut dem Analysten Müller Investoren setzen, die defensive Werte bevorzugen, aber auch über einen etwas längeren Horizont verfügen, der über mehr als einen Konjunkturzyklus reicht.

Konsumgüterhersteller werden im 2009

Einbussen verkraften müssen, ebenso

wird wohl die Automobilbranche

Federn lassen.



Nestlé, Danone, Unilever ...

Hingegen sollten sich Anleger auch bewusst sein, dass defensive Aktien in einer Phase mit positivem Marktrend tendieren. So oder so, Müllers konkrete Empfehlungen, abgegeben Ende November 2008: «Unsere bevorzugten Titel sind momentan Nestlé, Danone und Unilever. Dies wegen ihres Produktportfolios, ihrer Bewertung und ihrer Bilanzstruktur.»

Positiv dürfte sich laut Alex Hinder übrigens auch die Öl-Branche entwickeln. Die Energiepreise sind in den letzten Monaten massiv unter Druck geraten und befanden sich zeitweise wieder auf dem Stand von 2005. Die Preisbaisse im November führe nicht nur zu weiteren Produktionskürzungen der OPEC, sondern bremse auch die Suche nach neuen Quellen. «Mittelfristig dürften die Energiepreise deshalb wieder deutlich ansteigen, was sich sehr positiv auf die mit einem Kursgewinnverhältnis von 7,3 günstig bewerteten Energieaktien auswirken wird», wie Hinder ausführt. Als Folge der globalen Konjunkturabschwächung und der vorherigen Übertreibungsphase könne der Erdölpreis kurzfristig noch weiter untertauchen. «Wir sind jedoch überzeugt, dass sich der Preis längerfristig wieder deutlich oberhalb der 50-Dollar-Marke bewegen wird.» Neben Erdölaktien könne man auch direkt auf Energierohstoffe setzen. In beiden Bereichen kann die Strategie sehr gut mit ETFs umgesetzt werden. «Direktanlagen in Energierohstoffe sollten aber erst dann wieder ins Auge gefasst werden, wenn sich ein klarer Aufwärtstrend etablieren wird», wie Hinder weiter zu bedenken gibt.

Vorsicht bei Versorgern und Konsumgüter

Eher schwarz sieht die Zürcher Finanzboutique für die Utility-Branche. Dies, weil der Versorgungsbereich (Elektrizität, Gas, Wasser) wegen seiner defensiven Qualitäten (ho-

he Dividendenrenditen, stabile Cashflows) an einer Wirtschaftserholung nur unterdurchschnittlich partizipieren werde. Ausserdem dürften laut Hinder mittelfristig steigende Obligationenzinsen sowie höhere Kreditprämien die Finanzierungskosten belasten.

Auch die Konsumgüterbranche, mit ihren ebenfalls ausgezeichnet defensiven Eigenschaften, sollte von Investoren nun eher gemieden werden. «Angesichts einer kräftig steigenden Arbeitslosigkeit dürfte die Kaufkraft insgesamt sinken.» Besonders der US-Konsument wird – ist Alex Hinder überzeugt – in den kommenden Jahren seine Konsumlust dämpfen müssen. Generell ist der Vermögensverwalter gegenüber Luxusgüter-Produzenten zurückhaltend: «Die Krise hat das Vermögen vieler Käufergruppen gerade auch in den Schwellenländern arg dezimiert.»

Ausgabenoptimierung

Auch die CS betrachtet vor allem zyklische Konsumgüterwerte im momentanen Umfeld als die schwarzen Schafe auf der Aktienwiese. In einer rezessiven Phase neigen Konsumenten dazu, ihre Ausgaben für «diskretionäre Konsumgüter» zu reduzieren. Während es bei Getränken, Nahrungsmitteln, Tabak und Körperpflegeprodukten nur wenig Spielraum gibt, den Konsum zu reduzieren, leiden zyklische Konsumgüter wie Automobile, Luxusprodukte, Medien, Einzelhandel sowie Hotels/Restaurants/Freizeit überdurchschnittlich, da in diesen Bereichen Einsparungen gut möglich sind.

Weil Müller davon ausgeht, dass der zyklische Abschwung in diesen Industrien noch nicht vollständig in der Bewertung «eingepreist» ist, setzt er auf diesen Sektoren grundsätzlich ein «Untergewichten»: «Wir sind gegenüber BMW, Henkel, Marks & Spencer, Debenhams, Valora, Calida und Charles Vögele vorsichtig eingestellt, raten Investoren, diese sogar zu verkaufen.» ▶