

# Disziplin ist besonders am Bärenmarkt gefragt

Was ist in unsicheren Börsenzeiten mit den eigenen Vermögenswerten zu tun? Schlecht beraten ist, wer überstürzt handelt und in der andauernden Baisse unüberlegt verkauft. Viel mehr gilt es, kühlen Kopf zu bewahren und sich auf einen starken Finanzpartner mit einem globalen Ansatz zu verlassen.



*Von Dominique Thommen  
UBS Global Asset Management*

Weltweit tendieren die Aktienmärkte seit dem Platzen der Technologieblase vor mehr als zwei Jahren praktisch konstant abwärts. Seit den Höchstständen, unter anderem ein Resultat des Technologiebooms, haben die wichtigsten Aktienindizes 30 bis 40% verloren. Ende Juli 2002 fielen die Kurse an den Weltbörsen auf ein Mehrjahrestief. Als die Kurse bis Ende August jedoch unerwartet deutlich wieder anzogen, sahen viele professionelle Investoren einen Silberstreifen am Horizont und begannen die Aktienquote in den Portfolios wieder zu erhöhen. Trotzdem stellte sich auch dies nicht als der richtige Zeitpunkt für eine Rückkehr an den Markt heraus. Im September näherten sich die Aktienkurse wieder den Tiefstständen vom Juli. Die Zuversicht der Investoren sank weiter.

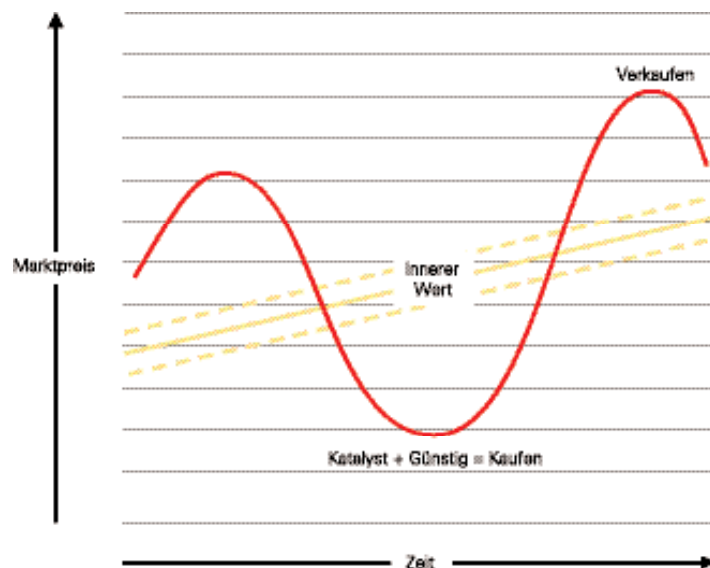
Niemand weiss heute, ob und wann der «Boden» erreicht ist. Dagegen scheint klar, dass zweistellige Renditen an den Aktienmärkten wie noch in den 90er Jahren wohl für längere Zeit eine Wunschvorstellung bleiben werden. Eine Ursache für die Unsicherheiten an den Aktienmärkten sind die schlechten Nachrichten, die das Vertrauen der Anleger in den vergangenen zwölf Monaten stets aufs neue erschüttert haben. Neben dem Platzen der Technologieblase und dem folgenden Konjunkturabschwung waren dies die Terroranschläge vom 11. September in den USA und die daraus resultierenden Spannungen im Nahen Osten.

Die Unsicherheiten hinsichtlich einer Konjunkturerholung wurden abgelöst von Befürchtungen über die Stärke des Wachstums der Unternehmensgewinne. Auf den Zusammenbruch von Enron im Dezember 2001 folgten nur sechs Monate später die Nachrichten über gefälschte Bilanzen diverser Firmen. Dies wirkte sich auf das bereits erschütterte Vertrauen der Investoren fatal aus.

## Aktien werfen langfristig den höchsten Ertrag ab

Trotz allen schlechten Nachrichten: Es gibt langfristig gesehen kaum eine Anlageform, die einen höheren Ertrag

## UBS Global Asset Management Anlagephilosophie



Der Preis- / innerer-Wert-Ansatz bildet den Grundstein der Anlagephilosophie. Die Performance gegenüber einem gegebenen Benchmark ergibt sich durch den Kauf unterbewerteter Wertschriften und den Verkauf von Wertschriften, deren Preis über dem inneren Wert liegt. Der Investitionsansatz basiert auf dem Prinzip, dass alle Wertpapiere einen inneren (fairen oder fundamentalen) Wert besitzen, dem sich der Marktpreis – im Falle einer Abweichung – im Lauf der Zeit annähert.

erwarten lässt als eine Investition in Aktien. Die Entwicklung an den Börsen seit 1925 zeigt das klar: Über diesen langen Zeitraum gesehen haben Anlagen in Schweizer Aktien einen Ertrag von durchschnittlich 8,75% jährlich abgeworfen, während mit Obligationen «nur» 4,52% zu verdienen war. Doch gerade in den vorherrschenden schwierigen Börsenzeiten ist vor Direktanlagen in Aktien zu warnen. Zu gross ist das Risiko von Verlusten, wenn auf das falsche Pferd gesetzt wird. Anlagefonds sind dagegen vor allem aus einem Grund über einen längeren Zeitraum attraktiv: Dank der Diversifikation, also der Verteilung des angelegten Kapitals auf viele einzelne Titel, sinkt das sogenannte Titelrisiko einer Anlage. Das Marktrisiko, zum Beispiel durch weltweit sinkende Börsenkurse, können jedoch auch herkömmliche Anlagefonds nicht umgehen. Dies wurde vielen Investoren in den vergangenen zwei Jahren bewusst.

Schlecht beraten ist, wer überstürzt handelt und in der andauernden Baisse unüberlegt kauft oder verkauft. Vielmehr gilt es, kühlen Kopf zu bewahren und sich auf einen starken Finanzpartner zu verlassen. UBS AG als einer der weltweit führenden Vermögensverwal-

ter ist der Überzeugung, dass ein diszipliniertes, vorausschauendes Research auf globaler Basis es ermöglicht, von sogenannten Anomalien im Markt zu profitieren. Solche Bewertungsunterschiede ergeben sich oft durch Überreagieren auf gute oder schlechte Nachrichten – einem typisch menschlichen Verhaltensmuster.

Unternehmen agieren heutzutage global. UBS hat das interne Research diesem Geschäftsumfeld angepasst, was auch den UBS Anlagefonds direkt zugute kommt. Das Researchteam von UBS besteht aus über 80 Analysten in 10 Ländern, die 13 globalen Sektorteams zugeteilt sind. Diese Struktur stellt sicher, dass weltweit bei der Analyse von Unternehmen mit den gleichen Annahmen gearbeitet wird. So gelten zum Beispiel identische Annahmen, wenn US-Autoverkaufszahlen mit jenen europäischer oder japanischer Hersteller verglichen werden.

Mit den gewonnenen Informationen konstruieren die Analysten für jedes Unternehmen die Basis für den Input in ein firmeneigenes Bewertungsmodell. Für jedes Unternehmen werden die zukünftigen freien Cash-flows geschätzt und in die Gegenwart abdiskontiert. Die Summe der geschätzten

Gegenwartswerte entspricht dem «inneren Wert» eines Unternehmens. Dieser wird mit dem aktuellen Marktpreis verglichen, um das Ausmass einer allfälligen Bewertungsanomalie zu ermitteln. Dank diesem System werden sektor- und länderübergreifende Unternehmensvergleiche möglich. Die Schätzung des Verhältnisses zwischen Marktpreis und innerem Wert eines Titels wird durch eine Reihe weiterer branchen- und firmenspezifischer Bewertungskriterien ergänzt.

Eine qualitative Bewertung des Firmenmanagements, der Strategie sowie der Wettbewerbsposition fliesst ebenfalls in die Analyse ein. Für jedes analysierte Unternehmen werden die für den Input in das Bewertungsmodell massgebenden Annahmen in einer Anlagemeinung formuliert. Diese definiert die Meilensteine, die das Unternehmen erreichen muss, um die Erwartungen zu erfüllen. Solche Meilensteine können Margenverbesserungen, die Lancierung neuer Produkte, der Gewinn von Marktanteilen, Akquisitionen oder die Veräusserung von Geschäftszweigen oder andere Faktoren sein. Jeder Analyst verfolgt die Entwicklung eines Unternehmens vor dem Hintergrund dieser Anlagemeinung. Nur so kann herausgefunden werden, ob sich die getroffenen Massnahmen als richtig oder unzulänglich erweisen.

**Das Risikomanagement von UBS Global Asset Management**

«Risiko» hat im Zusammenhang mit Geld für private Investoren eine andere Bedeutung als für Finanzprofis. Private Investoren denken bei Risiko im allgemeinen nur an die negativen Faktoren wie Verluste und den Kauf von «unbekannten» Produkten. In der Fachsprache sind mit Risiko dagegen Kursschwankungen gemeint. Wer eine Aktie oder einen Aktienfonds zeichnet, geht das «Risiko» ein, dass der Wert seiner Anlage sinkt oder steigt. Risiko bedeutet also nicht a priori «schlecht». Risikomanagement wird als Dienstleistung von UBS Global Asset Management an Kunden verstanden, um deren Risiken durch eine entsprechende Portfoliokonstruktion zu begrenzen.

Für das Risikomanagement stehen den Portfolio Managern verschiedene Modelle zur Verfügung. Sie geben Aufschluss über die mit den einzelnen Titeln sowie den verschiedenen Sektor-, Länder- und Währungsgewichtungen verbundenen Risiken und ermöglichen eine Schätzung der voraussichtlichen Abweichung zwischen Titel und Gesamtmarkt bzw. Benchmark. Der Einsatz dieser Risikomodelle dient nicht der Portfoliooptimierung, sondern dem Verständnis der Auswirkungen der aktiven Gewichtungen auf das gesamte Portfoliorisiko. Änderungsvorschläge können damit jeweils vorgängig mittels dieser Risikomodelle analysiert werden, um allfällige unbeabsichtigte Folgen

**Zusammenarbeit Portfolio Manager – Analysten**

Die Analysten decken die Unternehmen ihrer Region ab und geben ihre Empfehlungen dazu ab. Innerhalb ihres jeweiligen globalen Sektorteams sind sie ausserdem für die Betreuung eines globalen Sektorportfolios verantwortlich. Das Pharmateam zum Beispiel verwaltet gemeinsam ein globales Pharmaportfolio. Die Sektorportfolios haben den Vorteil, den Portfolio Managern klare Signale hinsichtlich der Analystenmeinungen zu geben. Selbstverständlich statten die Analysten den Unternehmen regelmässig Besuche ab und arbeiten eng mit den Portfolio Managern zusammen.

In diesem kontinuierlichen Prozess treffen sich die Portfolio Manager regelmässig, um Research und Kunden-

## Discipline – More Important Than Ever in a Bear Market

**The global stock markets have been on a downward course almost constantly since the tech bubble burst more than two years ago. Since then, the world's major markets have dropped 30 to 40%. After a short comeback in August, they fell again in September and investor confidence plunged further.**

Nobody knows if and when the markets will have reached bottom. It seems clear, however, that double-digit growth rates like in the 90s won't be seen again for some time. But despite all the bad news, stocks remain the best long-term investment. Since 1925 Swiss stocks reached an average annual performance of 8.75% while bonds yielded "only" 4.52%. In these difficult times on the markets, however, direct investments in stocks are risky. Mutual funds, on the other hand, buy a great number of different stocks and thereby spread and reduce risk. But what even traditional mutual funds cannot diversify away is the market risk, i.e. the risk that whole markets fall in the wake of a general decline on the global stock markets. Many investors became aware of this fact in the past two years.

Investors would be ill advised to act precipitately and buy or sell rashly in this continuing bear market. Only disci-

plined, forward-looking research on a global basis makes it possible to benefit from market anomalies. Such valuation differentials often happen when market participants overreact to good or bad news – a typical human trait.

Today's businesses act on a global basis. Consequently, UBS has adapted its internal research to this business environment, a structure that directly benefits its mutual funds. UBS's research team consists of more than 80 analysts in 10 countries who work in 13 global sector teams. This organizational structure makes sure that analysts worldwide base their work on the same premises.

The analysts cover the companies in their region and hand out their recommendations. As members of their respective global sector teams, they are also responsible for a global sector portfolio. Of course, the analysts also work closely with the portfolio managers.

UBS analysts work in all the world's major financial centers and recognize fundamental changes and short-term market opportunities right then and there. This knowledge finds its way into the portfolios. Finally, this disciplined investment process is backed by high-quality risk analysis and constant surveillance.

portfolios zu besprechen und zu überprüfen. Basierend auf seinem Erfahrungsschatz und Einschätzungsvermögen wird das Portfolio-Manager-Team die verschiedenen Ansichten diskutieren und ein Portfolio konstruieren, das die Ausmasse der erkannten Bewertungsanomalien berücksichtigt. Ziel ist es, die Meinungen der Analysten so umzusetzen, dass sich die besten Titelideen im Kundenportfolio spiegeln.

Was für Aktien gilt, gilt selbstverständlich auch für Obligationen und andere festverzinsliche Anlagen: Auch hier setzt UBS auf einen fundierten Anlageprozess und eine stets den jüngsten Marktentwicklungen angepasste Titelselektion. Das Fixed-Income-Team ist ebenfalls in allen wichtigen Finanzzentren der Welt präsent. Die Kombination von globalem Research, erfahrenen Investmentprofis und ausgefeilten Bewertungs- und Risikomodellen führt zu Vorteilen für Kunden, die auf den Fixed-Income-Märkten investieren wollen. Seit der Baisse an den Aktienbörsen haben Investitionen in Obligationen und Obligationenfonds eine Renaissance erlebt.

Obligationenfonds weisen gegenüber Direktanlagen in Obligationen handfeste Vorteile auf:

- **Diversifikation:** Auch Obligationen bergen Risiken. Mit Fonds werden diese breit gestreut.
- **Keine feste Laufzeit:** Obligationenfonds kennen in der Regel keine fixe Laufzeit. Da ein Fonds in Dutzende von Obligationen investiert, laufen die einzelnen Titel zu unterschiedlichen Zeitpunkten aus. Couponzahlungen und Rückzahlungen des Nominalwerts per Verfall werden laufend im Fonds wieder angelegt. Der Investor braucht sich so nicht um eine Reinvestition zu kümmern.
- **Kontinuierlicher Zins:** Obligationenfondsanleger profitieren davon, dass Erträge und fällige Kapitalrückzahlungen laufend zum aktuellen Zinsniveau im Fonds reinvestiert werden. So kann ein Obligationenportfolio eine kontinuierliche, dem aktuellen Zinsumfeld entsprechende Performance erzielen.
- **Hohe Liquidität:** Anteile von Obligationenfonds sind täglich handelbar.

### Wettbewerbsfähig trotz Bärenmarkt

Die UBS Kundenberaterinnen und Kundenberater kennen die Bedürfnisse der Investoren, seien es institutionelle oder private, und nutzen die gesamte Organisation innerhalb UBS, um ein auf die individuellen Bedürfnisse zugeschnittenes Portfolio zu betreuen. Analysten von UBS sind an allen wichtigen Finanzzentren der Welt tätig und erkennen fundamentale Veränderungen und kurzfristige Marktchancen vor Ort. Diese Erkenntnisse fliessen in alle Portfolios ein. Trotzdem bleibt der regionale Fokus durch regionale Investmentkomitees erhalten. Schliesslich wird der disziplinierte Investmentprozess unterstützt von einer hochstehenden Risikoanalyse und einer konstanten Überwachung. Alle diese Faktoren führen dazu, dass UBS Anlagenfonds ungeachtet der schwierigen Marktbedingungen am Bärenmarkt wettbewerbsfähig bleiben. ■