

Qualität entsteht durch nicht-lineares Wachstum

Qualität zahlt sich langfristig aus. Das gilt bei Konsum- und Investitionsgütern gleichermaßen. Allerdings gilt es, Qualität innerhalb individueller Restriktionen zu maximieren, um dem jeweiligen Budget des Anlegers gerecht zu werden.



*Von Alfonso Papa, CEFA, CAIA
Länderverantwortlicher Schweiz
ING Investment Management*

Risikofähigkeit und Risikobereitschaft bedingen die Entscheidungen der Investoren. Das Abwägen des Preis-/Leistungsverhältnisses, wobei der Preis bei Kapitalanlagen als Risikobudget zu verstehen ist, scheint jedoch in extremen Situationen völlig missachtet zu werden. Bleibt die Risikofähigkeit der Investoren eine (mehr oder weniger) objektive Grösse, schwankt die Bereitschaft, Risiken einzugehen deutlich und unterliegt subjektiven Wahrnehmungen. In Stressphasen können unzählige irrationale Entscheidungen Kapitalmärkte mit unwiderstehlicher Kraft bewegen und bringen selbst erfahrene Portfoliomanager dazu, von disziplinierten Anlageprozessen abzuweichen. In derartigen Phasen werden Marktbebewegungen weniger von fundamentalen Tatsachen geprägt. Vielmehr bestimmt das «Momentum» Richtung und Stärke der Marktentwicklung.

Von Zebras und Löwen

Volatilität ist eine statistische Schätzung und drückt die Schwankung der zu erwartenden (oder beobachteten) Rendite aus. Sie dient als Risikomass, wobei Schwankungen per se nicht nur negativ zu verstehen sind. Im Sport lernen wir, dass ein Trainingsreiz eine bestimmte Intensitätsschwelle überschreiten muss, damit eine Anpassungsreaktion des Körpers ausgelöst wird. Das Training wird somit «wirksam» und verbessert die Leistungsfähigkeit des Körpers. Allerdings hängt die Belastungsgrenze vom Leistungs- und Gesundheitszustand des Menschen ab. Dabei wird eine einmalige Belastung keine Wirkung zeigen, aber eine übertriebene, unangemessene Belastung kleinere oder gar grössere Schäden anrichten. Training ist also eine Art «kontrollierte Zerstörung», die dem Körper in der Regenerationsphase die Möglichkeit gibt, leistungsfähiger und gesünder zu werden. Genauso wie ein Löwe die schwächsten Tiere einer Zebraherde reisst und damit dafür sorgt, dass die Herde durch starke und überlebensfähige Exemplare wachsen kann.

Im ökonomischen Kontext bedeutet der in der Natur fortwährende Erneuerungsprozess, dass das Wachstum der nationalen, regionalen und globalen Wirtschaft nicht linear verlaufen kann. Ein gesundes Wirtschaftswachstum unterliegt konjunkturellen Schwankungen, welche durch Aufschwung-, Boom-, Rezessions- und Depressionsphasen geprägt sind. Durchläuft das Wirtschaftswachstum diese Phasen in regelmässigen Zyklen, hat der Markt eine gute Chance, ausbalancierte Verhältnisse zu schaffen.

Blieben wir beim Sinnbild Zebra und Löwe, besteht im ökonomischen Sachverhalt eine ähnliche Beziehung

zwischen Projekten (im Sinne von Unternehmen, Investitionsprojekten etc.) und den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (Fremdkapitalkosten unter Beachtung von Steuersatz und Eigenkapitalkosten), auch als Weighted Average Cost of Capital (WACC) bezeichnet. Offensichtlich ist ein Projekt nur dann lohnenswert, wenn der Barwert zukünftiger Einkünfte höher ist als der Barwert der zu tätigen Investitionen. Der WACC wird insofern als Diskontierungsfaktor den zukünftigen Zahlungsströmen gerecht, als dass die Kapitalstruktur und somit die Risikostruktur der Investition berücksichtigt wird. Bei gleichbleibenden prognostizierten Erträgen und Wachstumsraten entscheiden demnach die Kapitalkosten darüber, ob sich ein Projekt lohnt. Sind die Kapitalkosten zu niedrig angesetzt, weil Risiken falsch eingeschätzt und/oder Zinssätze zu tief gehalten werden, kommen Projekte zustande, obwohl deren Erträge und zukünftige Wachstumsraten ungenügend sind, um ein Überleben zu sichern. Werden Projekte, Marktsegmente oder Volkswirtschaften zu lange mit zu günstiger Liquidität versorgt, kommt es zur Blasenbildung, was letztendlich in Krisen münden kann.

Der Vergleich einschlägiger Ereignisse wie der Asienkrise 1997/1998, der Finanzkrise Russland (Rubelkrise) 1998/1999, dem Platzen der Dotcom-Blase 2000 und der aktuellen Finanzkrise seit 2007 zeigt, dass die Hintergründe, Auslöser und Auswirkungen zwar unterschiedlich sind, der strukturelle Ablauf jedoch durchaus vergleichbar ist. Die wirtschaftlichen Zusammenhänge und der Verlauf der Krisen sind weit komplexer als in der Tabelle dargestellt. Die ausgewählten Aspekte stellen aber den grundlegenden und vergleichbaren Charakter dar.

Unterschiedliche Auslöser und Auswirkungen, vergleichbarer Ablauf von Krisen				
	Asienkrise	Rubelkrise	Dotcom-Blase	Aktuelle Finanzkrise
Boom	Starkes Wirtschaftswachstum	Ausländische Kapitalzuflüsse führen zu spekulativem Boom	Hohe Gewinnerwartungen durch neue technologische Entwicklungen	Tiefe Zinsen und politische Unterstützung sowie Kapitalströme aus Schwellenländern führen zu steigenden Preisen an US-Immobilienmärkten
Steigende Risikobereitschaft, Bildung der Investitionsblase	Übertriebene Investitionen in Immobilien und Aktien / Wenig Verständnis für Risiken der Schuldner	Konzentration der Vermögen auf eine relativ kleine Gruppe mit wenig Sinn für unternehmerisches Verhalten	Neuanleger erhöhen Nachfrage nach Aktien massiv / Übertriebenes Spekulationsverhalten der Aktienkäufer / Überhöhte Gewinnerwartungen; Fundamentalwerte ignoriert	Steigende Häuserpreise begünstigen Kreditvergaben / Mangelnde Bonitätsprüfungen / Hypothekenhändler werden auf Provisionsbasis entschädigt
Leverage und Konzentration	Steigende Aktien- und Immobilienkurse verleiten zu hohen Kreditvergaben / Exzessive Kreditaufnahme, speziell auch in Fremdwährungen / Missachtung der Fremdwährungsrisiken; keine Absicherung zugunsten höherer Gewinnaussichten	Aufbau ungesicherter Fremdwährungspositionen durch russische Banken	Expansionsdrang vieler Unternehmen führt zu neuen Börsengängen – Liquidität wird zum Kauf weiterer Unternehmen verwendet	Starker Anstieg der Kreditvergaben / Bündelung und Verbriefung der Ausfallrisiken und Forderungen / Intransparente Finanzinnovationen verstärken die Spekulationsblase
Platzen der Blase	Zunehmende Zahlungsschwierigkeiten der in Fremdwährungen verschuldeten Banken und Unternehmen	Kapitalabfluss der Asienkrise setzt den Rubel unter Druck / Export von Energie und anderen Primärgütern fällt zusammen	Hochbewertete Unternehmen können Gewinnerwartungen nicht erfüllen / Keine oder nur geringe materielle Gegenwerte zur Deckung der Börsenwerte / Erste Unternehmen melden Insolvenz an	Steigende Zinsen führen zu Ausfällen der Tilgungszahlungen / Zwangsverkäufe von Immobilien führen zum Preiszerfall der US-Häusermärkte
Illiquidität und Kapitalströme	Platzen der Blase führt zu Panik / Situation wird durch Abzug ausländischen Kapitals verschärft	Panikartige Abhebungen der Kundengelder bei Banken / Zusammenbruch des Zahlungssystems / Schlagartiges Umdrehen der Kapitalströme	Erfahrene Investoren ziehen massiv Gelder ab / Kursverfall führt zu panikartigen Verkaufswellen / IT-Branche erlebt Vertrauenskrise	Ausfälle materialisieren sich / Unklarheit über Bestände toxischer Wertschriften führt zu Misstrauen / Geldkreislauf kommt ins Stocken

Die Tabelle stellt nur einzelne Aspekte der Krisen und deren Auslöser dar und wird keineswegs der Komplexität der wirtschaftlichen Zusammenhänge gerecht. Die einzelnen Phasen zeigen aber auf, dass es jeweils einen Punkt gibt, bei dem die Risikobereitschaft und die Risikofähigkeit der Marktteilnehmer aus der Balance fallen. An diesem Punkt ist die Liquidität zu günstig, die Ertragsaussichten werden zu optimistisch eingeschätzt, und die Risiken werden unterschätzt oder gar negiert. Das System ist nicht mehr in der Lage, zwischen qualitativ sinnvollen und unhaltbaren, kurzlebigen Projekten zu unterscheiden. Die Kapitalströme konzentrieren sich, attraktive Preissteigerungen ziehen weiteres Kapital an, Volatilitäten nehmen ab

und blenden reale Risiken aus. Das «Momentum» gewinnt die Oberhand und Bewertungen spielen eine untergeordnete Rolle. Das Platzen einer derartigen Blase führt zu einem regelrechten «Phase Locking», sprich das individuelle (chaotische) Agieren der Marktteilnehmer mutiert zu einem kollektiven Handeln, was wiederum zu steigenden Korrelationen führt und letztendlich zum Versagen der Diversifikations- und Risikomodelle.

Bleibt die Qualität auf der Strecke?

Die Frage ist berechtigt, zum Kapitalmärkte sowohl in negativen wie in positiven Phasen übertreiben können. Seit März dieses Jahres hat eine Erholung der Aktienmärkte eingesetzt, die alles andere als durch Qualität geprägt

ist. Die seit Jahresbeginn per Ende August nach dem «S&P Equity Quality Rating» gemessene Performance zeigt, wie stark Kursavancen des amerikanischen Aktienmarktes durch tiefe Bonitäten und hohe Betarisiken bedingt sind (Quellen: Haver, ICI, Bloomberg, Morgan Stanley Research). Derartige Analysen mahnen Anleger zur Vorsicht. Andererseits überraschen die jüngsten relativ guten Abschlüsse der im S&P 500 Index enthaltenen Unternehmen die Gewinnerwartungen der Analysten. Gut 80% der Unternehmen, die ihre Quartalszahlen publiziert haben, übertreffen die Konsensprognosen (Stand: 3. November 2009). Diese Zahlen sind allerdings vor allem durch Kostenreduktionen erreicht worden, wie schon in den ersten beiden Quartalen

dieses Jahres. Zusammenfassend suggerieren viele Indikatoren eine bevorstehende Konsolidierung der Aktienmärkte. Auf der anderen Seite ist das makroökonomische Umfeld für die unmittelbare Zukunft positiv einzuschätzen. Die aggressiven Ausgabekürzungen, Steigerung der Produktivität und Verbesserung der Kreditmärkte unterstützen positive Gewinnerwartungen. Für den Anleger sollte klar sein, dass eine Prognose der zukünftigen Marktentwicklungen unsicher bleibt. Klar ist aber auch, dass die fundamentalen Tatsachen nach der jüngsten, durch «Momentum» getriebenen Markterholung wieder mehr Beachtung finden werden. Entsprechend sollte sich der Aktieninvestor nach Engagements in qualitative Geschäftsmodelle umsehen.

Das Problem wird wohl, wie so oft, das Timing sein. Entsprechend ist eine fundamentale Betrachtung der Anlagestrategie nach wie vor entscheidend. Denkt ein Investor in Konjunkturzyklen, kann er von zwei grundsätzlichen Szenarien ausgehen: Im besten Fall wird sich das makroökonomische Umfeld weiter stabilisieren, wobei die Gewinnerwartungen für Aktienengagements in der entwickelten Welt auf vergleichsweise tiefem Niveau bleiben werden. Der strukturelle Wandel in Schwellenländern wird sich weiterentwickeln. Unternehmen, deren Geschäftsmodelle langfristig ausgerichtet und auf einer gesunden Basis finanziert sind, werden von diesem Umfeld profitieren und Fremd- und Eigenkapitalgeber anziehen. Sollte es allerdings im schlimmsten Fall zu einer länger andauernden Konsolidierung der Märkte kommen, werden vor allem Unternehmen mit einer soliden Finanzierungsbasis überleben und sich gegenüber Betarisiken besser behaupten können als bonitätsarme Unternehmen.

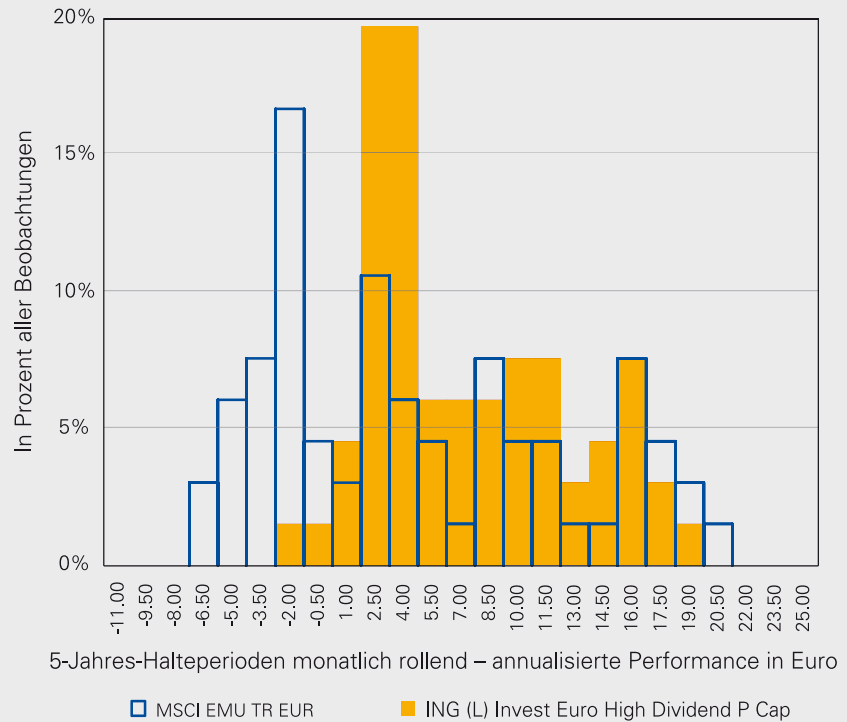
Von «Momentum» zu «Bewertung»?

Geht der Aktienanleger davon aus, dass die Märkte von «Momentum» zu «Bewertung» wechseln, ist er in jedem Fall gut damit beraten, sich in Qualität zu engagieren und Diversifikation aus dem Blickwinkel der Verlustminimierung zu betrachten.

alfonso.papa@ing.ch •

Qualität minimiert das Verlustrisiko

Beispiel Aktienportfolio Euroraum, 31.5.1999 – 30.9.2009



Ein qualitativ gut strukturiertes Portfolio zeichnet sich durch disziplinierte Anlageprozesse aus, die sich vor allem in Stressphasen behaupten können. Auch wenn die vergangene Performanceleistung kein guter Indikator für zukünftige Entwicklungen ist, kann eine quantitative Messung der Ergebnisse, richtig eingesetzt, zur Identifikation der Qualitäten eines Portfoliomanagers führen. Dabei sollte die quantitative Messung zu Fragen führen, durch deren Beantwortung ein Investor beurteilen kann, ob und in welchen Marktphasen sich eine Anlagestrategie auch in Zukunft behaupten wird. Als Beispiel dient eine Aktieninvestition im Euroraum.

Die Grafik zeigt die Verteilung der annualisierten Performance über alle möglichen Halteperiode von 5 Jahren (monatlich rollend) zwischen Juni 1999 und September 2009. Sie vergleicht eine passive Strategie, dargestellt durch den Index (ohne Berücksichtigung von Kosten), mit einer aktiven Anlagestrategie (unter Berücksichtigung der Kosten), dargestellt durch den *ING (L) Invest Euro High Dividend* Fonds. Der Anlagefonds stellt die Dividendenkraft der Unternehmen in den Vordergrund und konzentriert sich auf hochqualitative Geschäftsmodelle und Unternehmensstrukturen.

Auch wenn durch rollende Perioden und der dadurch verursachten Autokorrelation der Daten eine statistische Unschärfe nicht von der Hand zu weisen ist, lässt eine Volatilitätsmessung der Daten den Schluss zu, dass beide Strategien ähnliche Risiken aufweisen. Die effektive Verteilung der erzielten Ergebnisse zeigt jedoch, dass in negativen Marktphasen die aktive, auf Qualität ausgerichtete Strategie wesentlich bessere Resultate lieferte und den Investor vor grösseren Verlusten bewahren konnte. Dabei kann sich die Strategie auch in stark positiven Marktphasen mit dem Index vergleichen, auch wenn eine Messung in diesen Perioden dem Anleger glaubhaft machen will, dass eine passive Strategie lohnenswerter gewesen wäre.

Sollte ein Anleger tatsächlich in der Lage sein, das Bersten einer Blase richtig timen zu können, könnte er durch eine entsprechende taktische Allokation des Portfolios zwischen 0% und 100% in einer passiven Strategie bessere Ergebnisse erzielen. Ob ihm das über 10 Jahre konsistent gelingt, sei allerdings in Frage gestellt.