

Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 29

- 22 Pessimismus lockt Contrarians an
- 23 Wer gehört noch zu Kerneuropa?
- 24 Singapur will Bankkundenschutz
- 28 Interessante europäische Nebenwerte

«Die Zeit ist reif für den Kauf von Aktien»

EDOUARD CARMIGNAC Der Chef des Pariser Fondshauses Carmignac Gestion kauft Anleihen aus Italien und Spanien, europäische Bankaktien und Gold

Kaum ein Fondsmanager in Europa genießt an den Finanzmärkten ein höheres Ansehen als Edouard Carmignac. Der Chef des Pariser Investmenthauses Carmignac Gestion lobt Mario Draghi und Ben Bernanke: Die beiden Notenbanker hätten mit ihrer Politik die Systemrisiken enorm gesenkt, sagt er. Carmignac rät jetzt zum Kauf von Aktien wie Richemont oder den Titeln europäischer Banken. UBS und Credit Suisse beobachtet er allerdings nach wie vor mit Skepsis.

Herr Carmignac, die Agentur Moody's hat Frankreich das Aaa-Rating entzogen. Was hat das für Sie als Investor für Folgen?
Die Rückstufung durch Moody's bestätigt bloss die besorgniserregende Entwicklung in der Wettbewerbsfähigkeit der französischen Wirtschaft sowie die starke Verflechtung unseres Bankensystems in der Eurozone. Wir bei Carmignac sind bereits vor mehreren Jahren zu diesem Befund gekommen – mit der Konsequenz, dass wir in der Vermögensallokation französische Staatsschulden gemieden haben.

Sie haben die Aktienquote im Patrimoine-Fonds im dritten Quartal massiv von 4 auf 50% erhöht, obwohl Sie sich mehrfach besorgt über den Zustand der Wirtschaft geäußert haben. Was ist der Grund für diesen Umschwung in Ihrer Risikofreude?

Die Massnahmen der EZB im August sowie der US-Notenbank im September haben die Risiken im Finanzsystem extrem vermindert. Diese Entschiede waren wichtig – und richtig. Sie haben die Risikoprämie an den Aktienmärkten gesenkt. Als EZB-Chef Mario Draghi sein Massnahmenprogramm bekanntgab, war uns klar, dass mehr Risikofreude angebracht ist.

Wir werden eine grosse Verschiebung der Kapitalflüsse von den Bond- in die Aktienmärkte erleben.

Die Abkühlung der Weltwirtschaft ist plötzlich keine Gefahr mehr?

Wir leben in zwei Welten, der Finanz- und der realen Wirtschaftswelt. Die reale Wirtschaft zeigt ein durchgezogenes Bild mit drei Geschwindigkeiten: Europa sinkt in die Rezession, die USA schaffen es auf knapp 2% Wirtschaftswachstum, und die Emerging Markets haben sich nach ihrer Abkühlung stabilisiert respektive zeigen Signale einer Beschleunigung. Wirklich wichtig war aber, dass Draghi die Risiken im Finanzsystem dramatisch gesenkt hat.

Ist ihm das denn wirklich gelungen, oder hat die EZB bloss etwas Zeit gekauft?

Nichts ist permanent, aber die EZB hat klargemacht, dass sie ein Hochkochen systemischer Risiken nicht tolerieren wird.



Edouard Carmignac: «Wir werden noch lange sehr niedrige Zinsen und etwas höhere Inflation sehen. Das spricht für Gold.»

Wir werden bald sehen, dass es die EZB ernst meint, wenn Spanien einen offiziellen Hilfsantrag stellt und das OMT-Anleihenkaufprogramm (Outright Monetary Transactions, d. Red.) ausgelöst wird.

Wann wird das sein?

Wahrscheinlich noch in diesem Jahr, denn Spanien weist für 2013 einen signifikanten Refinanzierungsbedarf auf.

Trotzdem: Die EZB kann die Eurokrise doch allein nicht lösen. Welche Schritte möchten Sie sehen, damit die Eurokrise endlich überwunden werden kann?

Wir werden eine fiskalische Integration einer Gruppe von Ländern benötigen, die sich in wirtschaftlich sehr unterschiedlichen Situationen befinden. Wahrscheinlich werden nicht alle Länder der heutigen Währungsunion in den kommenden Jahren dabeibleiben. Für Griechenland wird es enorm schwierig. Auf der anderen Seite hat auch ein starkes Land wie Finnland bereits klaggestellt, dass es für keine fremden Schulden bürgen will. Wir werden noch viele Spannungen sehen. Die Länder, die in der Währungsunion bleiben, müssen bereit sein, eine hohe finanzielle Bürde zu tragen. Alles in allem bin ich aber recht zuversichtlich, dass die Kernländer der Eurozone zusammenrücken werden.

Sie bezeichnen die Massnahmen von EZB und Fed als wichtig – trotzdem haben die Aktienmärkte seit Mitte September an Terrain verloren. Wieso?

Sie hatten von Juni bis Mitte September in Erwartung der Notenbankentscheide bereits kräftig zugelegt. Zwei Faktoren liesen in den vergangenen zwei Monaten die Furcht unter den Investoren zudem wieder steigen: die drohende Fiscal Cliff in den USA und die zögerliche Haltung Madrids, das OMT-Programm aufzurufen.

Sind das berechtigte Sorgen?

Ich würde sie nicht überbewerten. Spanien wird den Antrag bald stellen. In Washington fechten die beiden Parteien einen lärmigen Streit aus, aber ich denke, am Ende wird die Vernunft siegen, und es wird ein Kompromiss geschlossen.

Sie würden die aktuelle Schwächephase also für Käufe nutzen? Absolut.

Und was kaufen Sie?

Das Umfeld hat sich für Aktienanlagen generell massiv verbessert. Aktien sind günstig im Vergleich mit nahezu jeder anderen Anlageklasse, seien es Bonds, Immobilien, Kunst et cetera. Ich denke, wir werden in den nächsten Jahren eine grosse Verschiebung der Kapitalflüsse von den Bond- in die Aktienmärkte erleben. Das wird nicht ohne Turbulenzen geschehen, aber ich habe das Gefühl, die Leute haben nach fünf Jahren fast permanenter Krise vergessen, dass die Welt eine Zukunft hat.

Also generell Hände weg von Bonds?

Die sicheren Segmente des Bondmarktes, Bunds, Treasuries oder japanische Staatsanleihen, sind klar überbewertet. Attraktiv sind jedoch Bonds mit kurzer Laufzeit aus Spanien und Italien. Hier und da finden sich im BBB-Segment im Markt für Unter-

Die Umsetzung der neuen UBS-Strategie dürfte teurer werden als das Management glaubt.

nnehmensanleihen Chancen, etwa von spanischen Banken. In den Schwellenländern würde ich auf Anleihen aus Ländern mit unterbewerteter Währung setzen, etwa Malaysia, Korea und China.

In Ihrer Aktienallokation fällt auf, dass Sie ein Übergewicht in Finanztiteln halten. Der Sektor hatte dieses Jahr einen sehr guten Lauf, und wir haben in den vergangenen Monaten europäische Banktitel wie Santander, BNP Paribas, UniCredit, ING und Société Générale aufgebaut.

Stehen dahinter Momentum-Überlegungen, oder sprechen fundamentale Gründe für diese Engagements?

Der gleiche Faktor, der mich für spanische und italienische Bonds zuversichtlich stimmt, gilt für die Banken: Das OMT-Programm der EZB wird ihnen eine grosse Hilfe sein. Die fünf genannten Banken ge-

Zur Person

Edouard Carmignac, Jahrgang 1947, ist Gründer, Chef und leitender Fondsmanager des Pariser Investmenthauses Carmignac Gestion. Die 1989 gegründete Gesellschaft verwaltet heute mit 200 Angestellten ein Fondsvermögen von mehr als 50 Mrd. €. Flaggschiffprodukte sind der Mischfonds Patrimoine sowie der Aktienfonds Investissement. Edouard Carmignac wurde in Frankreich geboren und verbrachte einen Teil seiner Jugend in Peru, wo sein Vater Import-Export-Geschäfte betrieb. Er besuchte englische Schulen und studierte später Wirtschaft in Paris und New York. Berufliche Erfahrungen sammelte er in der Investmentbank Blyth Eastman Dillon sowie im Brokerhaus Hamant-Carmignac. 1989, nach einem Besuch bei der Bostoner Investmentboutique GMO, deren Geschäftsmodell ihn überzeugte, gründete er seine Fondsgesellschaft. Carmignac hat sich einen Ruf erworben als mutiger Investor, der oft gegen den Strom schwimmt. In seinem Pariser Büro hängen dem Vernehmen nach zwei Warhol-Porträts von Lenin und Mao. Sie sollen ihn stets daran erinnern, dass nichts im Leben garantiert ist. MD

fallen uns, weil sie günstig bewertet und gut geführt sind.

Was halten Sie von UBS und Credit Suisse?
Ich mag im Fall beider Banken ihre Positionierung im Wealth Management. Allerdings bezweifle ich, dass es ihnen im Investment Banking gelingen wird, den Gewinn zu steigern und eine attraktive Eigenkapitalrendite zu verdienen. Wir halten daher keine Aktien der Schweizer Grossbanken. Im direkten Vergleich sehen wir mehr Potenzial in UBS und beobachten ihre neue Strategie sehr genau. Wir befürchten jedoch, die Annahmen des Managements betreffend die Kürzung der risikogewichteten Aktiven sind zu optimistisch, und die Umsetzung der neuen Strategie wird teurer, als die UBS-Führung glaubt.

Wo sehen Sie weitere attraktiv bewertete Titel und Segmente am Aktienmarkt?

In erster Linie Emerging Markets. Chinas Aktienmarkt ist sehr attraktiv bewertet. Zudem sehen wir Chancen in Ländern wie Brasilien, neuerdings wieder in Indien sowie in Indonesien, Peru und Kolumbien.

Chinas Aktienmarkt ist auf ein Dreijahrestief gefallen. Was kann dort eine Trendwende auslösen?

Zunächst die Wirtschaft. Sie hat Tritt gefasst, eine harte Landung ist nicht mehr zu erwarten. Zweitens muss sich die Liquiditätsversorgung im Finanzsystem verbessern.

FORTSETZUNG AUF SEITE 22

**ANALYSE.
HINTERGRUND.
MEINUNG.**

Jetzt tagesaktuell
auf fuw.ch



BKB-Barrier Reverse Convertible
6.50% auf Georg Fischer – Barriere 75%

Zeichnungsfrist: 27. November 2012, 16 Uhr
Weitere Informationen: www.bkb.ch/products oder +41 43 817 78 00

Anrufe auf dieser Nummer werden aufgezeichnet. Alle Angaben sind indikativ.
Dieses Inserat dient lediglich Informations- und Marketingzwecken.

**Basler
Kantonalbank**
fair banking

Co-Investing mit Schweizer Family-Office

SWISS ROCK



«WIR VERDIENEN IHR VERMÖGEN.»

Swiss Rock Anlagefonds, Bankenunabhängige Fondsgesellschaft, www.swiss-rock.ch, Tel. +41 44 268 18 68

Fortsetzung von Seite 21

«Die Zeit ist reif für den Kauf...»

sern, und auch dafür sind erste Zeichen zu erkennen. Ein dritter Faktor ist die Machtübergabe an die neue Regierung, die wieder eine freiere Hand in der Ausübung der Konjunkturpolitik haben wird.

Eine der grössten Positionen in Ihrem Investissement-Fonds ist der Uhrenhersteller Richemont. Ist das eine Wette auf China? Nicht nur. Richemont ist ausgezeichnet geführt, das Management beweist eine gute Kostenkontrolle. Mir gefällt, dass hinter Richemont eine Familie steht, die sehr sorgfältig arbeitet. Und ja, Richemont ist in Asien ausgezeichnet positioniert.

Würden Sie die Titel heute noch kaufen? Ja. Sie sind im laufenden Jahr zwar bereits fast 40% gestiegen, aber mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 13 für das kommende Jahr sind sie immer noch günstig.

Die Aktien Richemont sind nach wie vor günstig bewertet.

In Ihren Fonds finden sich schon seit langer Zeit Goldminenaktien wie Goldcorp, Randgold oder Barrick. Sind Sie immer noch zuversichtlich für diesen Sektor?

Barrick haben wir in den vergangenen Monaten verkauft. Goldminenunternehmen haben einen schweren Stand; das Finden und Ausbeuten von Vorkommen wird immer teurer, der steigende Goldpreis hat sich nicht in höheren Gewinnmargen niedergeschlagen. Wir haben daher das Portfolio umgeschichtet und neu Royalty-Titel wie Silver Wheaton und Franco-Nevada gekauft.

Sie rechnen aber immer noch mit einem steigenden Goldpreis?

Absolut. Wir werden noch lange sehr niedrige Zinsen, billiges Geld und etwas – nicht dramatisch, aber etwas – höhere Inflation haben. Das spricht für Gold.

Sie haben erwähnt, Fed und EZB hätten die richtigen Entscheide getroffen.

Machen Sie sich keine Sorgen über die langfristigen Effekte dieser Geldpolitik? Die Folgen am Bondmarkt werden schlimm sein. Aber wir müssen einsehen: Die meisten Länder der entwickelten Welt gehen durch einen zähen Deleveraging-Prozess, in dessen Rahmen Schulden abgebaut werden müssen. Das wird Jahre dauern. Und weil die Wachstumsraten auf beiden Seiten des Atlantiks so anämisch sind, ist es enorm wichtig, dass die Notenbanken die Zinsen so niedrig wie möglich halten. Wir können Gott für Draghi und Ben Bernanke danken. Sie sind die wahren Piloten in unserem Flugzeug.

INTERVIEW: MARK DITTLI

Kurshoffnung trotz Angst

Die Stimmung an den Börsen ist gedrückt – Bei Pessimismus sehen Contrarians Einstiegschancen

PETER ROHNER

Seit dem kurzen Jubel über die Ankündigung der US-Notenbank Fed im September, die Wirtschaft mit einer weiteren Runde quantitativer Lockerung zu stimulieren, sind die Kurse an den internationalen Börsen unter Abwärtsdruck. Der Kurssprung von Montag kann nicht darüber hinwegtäuschen. «Am meisten Kummer macht den Anlegern die Fiscal Cliff», sagt Kevin Bannon, CIO des Bostoner Multi-Family-Offices Highmount, im Gespräch mit FuW. «Doch auch die enttäuschenden Wachstumsaussichten in Europa und die Spannungen im Nahen Osten sorgen für Verunsicherung».

Jenseits der Geopolitik gibt es allerdings noch einen ganz einfachen Grund für die grosse Skepsis. «Es zeichnet sich ab, dass sich die Unternehmensgewinne kaum mehr verbessern und das Gewinnwachstum ein Plateau erreicht hat. Das beunruhigt die Investoren», fügt Bannon hinzu. Und über dem Ganzen schwebt das Damoklesschwert der nötigen Haushaltskonsolidierung: «Die Leute wissen nicht, wie die westlichen Industrienächte je wieder aus der Schuldenfalle herauskommen sollen.»

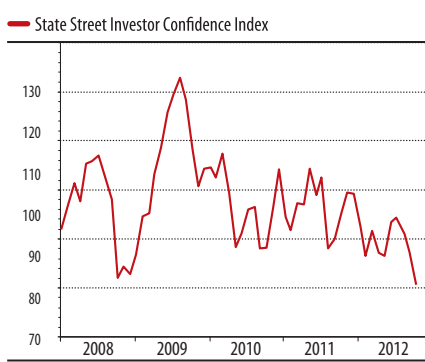
Grassierender Pessimismus

Diese grosse Unsicherheit spiegelt sich in zahlreichen Umfragen und Indikatoren, die die Stimmungslage der Börsianer einzufangen versuchen. Am grössten ist der Pessimismus bei den Institutionellen: Der Vertrauensindex von State Street, der auf den Transaktionen tausender institutioneller Anleger weltweit beruht, ist auf den tiefsten Stand seit Erhebung der Daten gefallen (vgl. Grafik 1). Value-Investoren wie etwa der deutsche Peter E. Huber von StarCapital (vgl. FuW vom 17. November) wittern Einstiegschancen. Huber untermauerte seine Argumente für Aktien mit dem State Street Confidence Index, der zeige, dass die grossen Investoren vom Aktienmarkt abwesend seien.

Auch die US-Privatanleger befinden sich in einem Stimmungstief: Gemäss der AAI (American Association of Individual Investor) sind derzeit nur noch 28% der befragten Anleger bullish. Fast die Hälfte dagegen ist bearish eingestellt und rechnet in den nächsten sechs Monaten mit fallenden Aktienkursen (vgl. Grafik 2). Solche Werte gab es zuletzt im Mai, als die Angst vor einem unkontrollierten Auseinanderbrechen der Eurozone einen weiteren Höhepunkt erreichte.

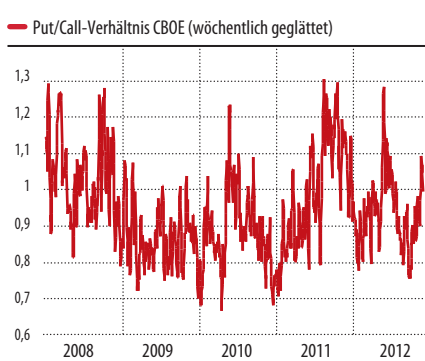
Die meisten Marktdaten zeichnen ein ähnliches Bild, so etwa das Put/Call-Verhältnis. Überwiegen die Put-Optionen, deutet es auf eine negative Marktstimmung hin. Das Put/Call-Ratio ist täglich grossen Schwankungen unterworfen, deshalb werden zur Interpretation gleitende Mittelwerte berechnet und mit dem historischen Durchschnittswert verglichen.

Investorenvertrauen auf neuem Tief 1



Quelle: Bloomberg / FuW

Put/Call-Verhältnis 3



Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, si

Yen pro austr. \$ 5



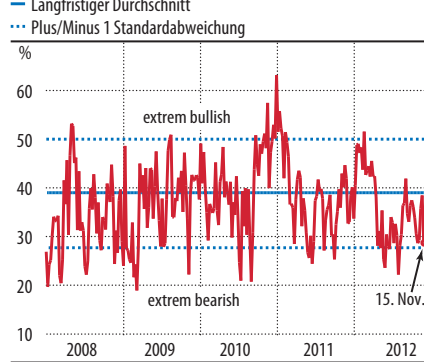
Quelle: Thomson Reuters / FuW

Dieser ist deutlich unter 1, da systematisch mehr Call-Optionen geschrieben werden. Der wöchentliche Mittelwert des Put/Call-Verhältnisses ist vergangene Woche auf den höchsten Stand seit Juni geklettert (vgl. Grafik 3). Anleger flüchten in sichere Häfen. Das zeigen auch die Futures-Daten der New York Mercantile Exchange (Nymex): Die spekulativen Netto-Long-Positionen auf US-Staatsanleihen liegen fast zwei Standardabweichungen über dem Durchschnitt (Grafik 4).

Höhere Schwankungen

Für Contrarians sind solche Extrempunkte ein Kaufsignal. Stehen alle auf der gleichen Seite, können Bewegungen in die andere Richtung heftig ausfallen. Die Kurs-

AAII-US-Anlegersentiment 2



Quelle: American Association of Individual Investors / Grafik: FuW, si

Gesuchte sichere Hafen 4



Quelle: CFTC, Morgan Stanley Research / Grafik: FuW, si

Aktienbörsen

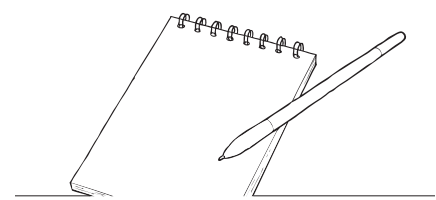


Quelle: Thomson Reuters / FuW

schwankungen dürften in den kommenden Wochen höher sein als bisher.

Nicht alle Stimmungsbrometer stehen jedoch auf rot. Die implizite Volatilität ist nur leicht gestiegen, und der Yen hat sich zum australischen Dollar nicht aufgewertet (vgl. Grafik 5). Der Yen-Aussie-Kurs war bis anhin ein genauer Indikator, da er ein Mass für Carry-Trades war. Wenn Investoren optimistisch sind, verschulden sie sich in Yen und kaufen australische Dollars. Dann wertet sich der Yen ab. Geht die Angst um, werden Carry-Trades aufgelöst, und der Yen erstarbt. Derzeit ist dieser Wechselkurs jedoch von anderen Faktoren getrieben: So etwa von der Aussicht auf Interventionen der Bank of Japan und der australischen Abhängigkeit von der chinesischen Rohstoffnachfrage.

Notizen aus der Forschung



Zerstörte Renditeträume

Wohl will manch Finanzökonom, der die Märkte nach auffälligen Mustern durchsucht, nicht nur akademische Meriten einfahren, sondern auch neue Wege zum sicheren Geld verdienen finden. Was früher der Stein der Weisen bei den Alchemisten war, ist heutzutage das Auffinden möglichst risikoloser Arbitragechancen.

Doch ein neues Arbeitspapier* stellt die Frage, ob akademische Publikationen die gerade entdeckten zarten Pflänzchen der Finanzmarktanomalien nicht direkt zerstören. R. David McLean von der University of Alberta und Jeffrey Pontiff vom Boston College untersuchten aus über sechzig Forschungsaufträgen rund achtzig gefundene Zusammenhänge, die die Performance von Aktien in der Vergangenheit prognostizieren konnten.

Kann man die Rendite auch noch nach der Publikation der Aufsätze vorhersagen? Das Ergebnis verheisst nichts Gutes für die neuen Alchemisten: Die gefundene Arbitrage verschwindet zwar nicht einfach, doch die Überrendite sinkt um fast ein Drittel nach dem Publikationsdatum. Doch schon vor diesem Datum steigt das Handelsvolumen derjenigen Aktien, die von dem gefundenen Phänomen profitieren würden. Ob sich da die Forscher oder Mitwisser als Frontrunner versuchen?

Stimmen die Ergebnisse, haben Forscher tatsächlich eine falsche Preissetzung an den also nicht supereffizienten Märkten gefunden. Denn würde es sich bei den gefundenen Zusammenhängen um rationale Preismechanismen handeln, wäre es keine Arbitrage und würde damit auch nach dem Publikationsdatum nicht verschwinden. Ausserdem sollte es sich nicht um statistische Fehler handeln, denn dann würden die entdeckten Vorhersagbarkeiten gar nicht mehr auftreten.

Die zwei Autoren fragen sich, warum die Arbitrage nicht vollständig verschwindet. Ein Grund könnte sein, dass in der Praxis auch Arbitrage nicht kostenfrei und risikolos ist. Tatsächlich sind die gefundenen Zusammenhänge besonders für solche Aktien schwächer geworden, die leicht zu handeln oder billig zu halten sind: Titel mit hoher Dividende, wenig Kursschwankungen, gewichtigem Börsenwert und grossem Handelsvolumen.

Die traurige Moral für Ökonomen: Entweder werden sie reich mit ihren Erkenntnissen, oder sie publizieren sie zur akademischen Ehre. Beides gleichzeitig scheint der am Ende doch effiziente Markt nicht zulassen zu wollen. **AT**

*R. David McLean, Jeffrey Pontiff: «Does Academic Research Destroy Stock Return Predictability?»

Anzeige

Wo Sicherheit an erster Stelle liegt.

Kompetenz in der Vorsorge seit 1876

PAX Versicherungen
Aeschenplatz 13, Postfach, 4002 Basel
Telefon +41 61 277 66 66, Telefax +41 61 277 64 56
info@pax.ch, www.pax.ch

