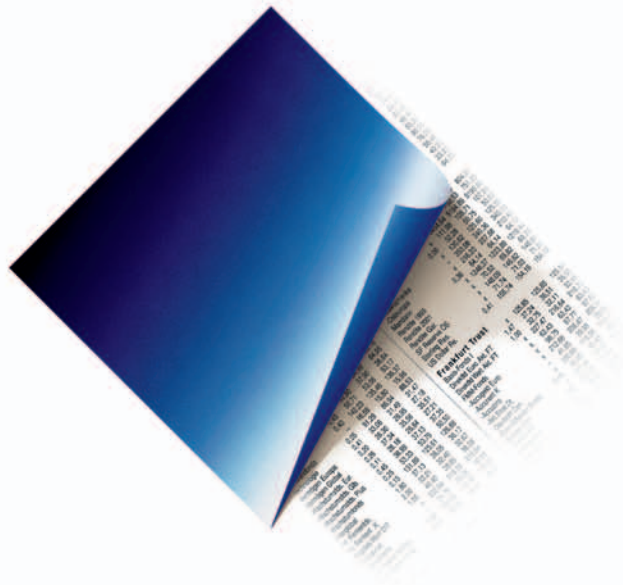


# Märkte und Mehr

Analysen und Informationen

IV. Quartal 2006



**FRANKFURT-TRUST**  
INVESTMENTFONDS

## Asset Allocation

Seite 4

---

- Die katastrophalen Folgen einer ausbleibenden Katastrophe
- Der tiefe Fall der Rohstoffpreise
- Demonstrationen in Budapest, Panzer in Bangkok, IWF in Singapur
- Mit erhöhter Aktienquote in das vierte Quartal

## Aktien

Seite 7

---

- Aktienindizes markieren neue Jahreshöchststände
- Überzogener Konjunkturpessimismus
- Leben Anleger und Unternehmen in unterschiedlichen Welten?
- Aktien sind unverändert aussichtsreich
- Die Eurozone bleibt unsere favorisierte Anlageregion
- Versicherungsbranche bietet überdurchschnittliches Potenzial

## **Renten**

**Seite 11**

---

- Geldpolitik asynchron
- Baldige Zinssenkung der Fed?
- Potenzial für flacher werdende Renditekurve in der Euro-Zone ausgeschöpft
- Ende der Yen-Abwertung in Sicht?
- Credits: Bei geringeren Risikoprämien Risiken vermeiden

## **Portable Alpha**

**Seite 14**

---

- Auf der Suche nach echtem Alpha

## **Beschreibung des Anlageprozesses**

**Seite 17**

## **Disclaimer**

**Seite 19**

## Die katastrophalen Folgen einer ausbleibenden Katastrophe

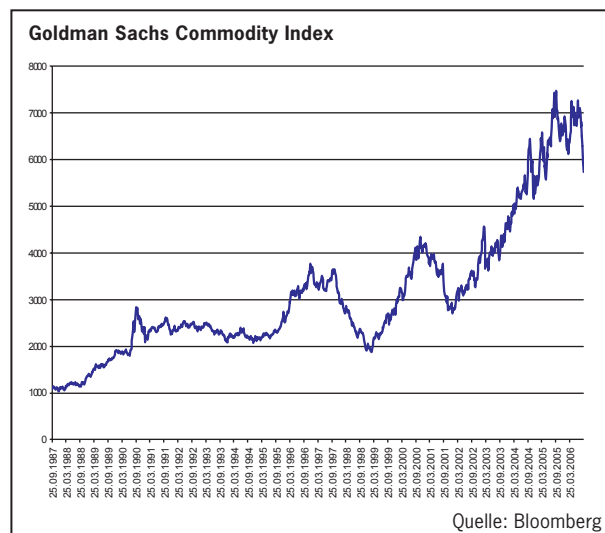
Als der Hurrikan Katrina letztes Jahr im Spätsommer die Golfregion verwüstete und die Stadt New Orleans im Meer versinken ließ, starben mindestens 1.800 Menschen. Die finanziellen Schäden beliefen sich auf über 80 Mrd US-Dollar. Den ökonomischen Verlierern der Katastrophe standen Gewinner gegenüber. Nicht nur Bauunternehmer, die vom Hurrikan verschont blieben, freuten sich über pralle Auftragsbücher. Auch diejenigen, die im Vorfeld der Katastrophe auf steigende Rohstoffpreise gesetzt hatten, verdienten hervorragend. Der Hurrikan beschädigte oder zerstörte 30 Öl-Plattformen und führte zur Schließung von neun Raffinerien. In den sechs Monaten nach der Katastrophe fielen 24 % der Öl-Jahresproduktion und 18 % der Erdgas-Jahresproduktion aus. Dies hatte entsprechende Folgen für die Preise. Der West-Texas-Intermediate-Rohölpreis stieg zwischen Ende Juli und Ende August von 55 auf 70 US-Dollar. Noch stärker stieg der Preis für Erdgas, der von Ende Juli bis Ende September ein Plus von rund 75 % verzeichnete. Auf diese Entwicklung hatte ein Händler des amerikanischen Hedge Fonds Amaranth Advisors gesetzt und dabei hohe Gewinne erzielt.

Die Unwetter-Vorhersagen für den Spätsommer dieses Jahres deuteten wieder auf eine gefährliche „Hurricane Season“ hin. Die angespannte politische Situation im Libanon und die starre Haltung des Iran im Atom-Streit schienen ebenfalls die Rohstoffpreise zu unterstützen. Amaranth hatte sich am Futures-Markt wie im vergangenen Jahr so positioniert, dass ein Preisanstieg für Erdgas zu überproportionalen Gewinnen führen würde. Doch es kam ganz anders. Größere Unwetter-Schäden blieben aus. Zwischen Ende Juli und Ende September fiel der Oktober-Erdgas-Future an der New York Mercantile Exchange um fast 50 %. Der Fonds machte nun überproportionale Verluste und verlor allein in den ersten drei September-Wochen 6 Mrd US-Dollar, rund zwei Drittel des gesamten Fonds-Kapitals. Diese enormen Verluste sorgten für Schlagzeilen und weckten Erinnerungen an die spektakuläre Schieflage des LTCM-Hedgefonds oder die Verluste der Metallgesellschaft bei Öltermingeschäften in

den neunziger Jahren. In Verbindung mit weiteren Krisen-Nachrichten kam es Ende September zu einer „Flucht in die Qualität“, die den amerikanischen 10-Jahreszins auf den tiefsten Stand seit sieben Monaten drückte. Aus den bisher bekannten Tatsachen lässt sich allerdings keine Gefährdung der globalen Finanzmarktstabilität ableiten. Dass der Fall Amaranth dennoch für die Asset Allocation von Bedeutung ist, liegt an den beiden wichtigen Entwicklungen, auf die er verweist: Zum einen die wieder zunehmende Risikosensitivität der Investoren, zum anderen den Verfall der Rohstoffpreise.

## Der tiefe Fall der Rohstoffpreise

Für die Rohstoffpreise schien es in den letzten Jahren nur eine Richtung zu geben. Der Goldman Sachs Commodity Total Return Index beispielsweise, der zu rund zwei Dritteln Energiepreise zusammenfasst und darüber hinaus Preise für Landwirtschaftsprodukte (16,5 %), Industrie-Metalle (6,5 %), Vieh (7,5 %) und Edelmetalle (2,7 %) abbildet, stieg in den vergangenen viereinhalb Jahren um knapp 170 %. In den letzten Jahren haben immer mehr Finanzinvestoren Rohstoffe in ihre Portfolios aufgenommen. Die geringe oder sogar negative Korrelation zu anderen Anlageklassen und die günstige Kombination aus knappem Angebot und hoher Nachfrage nach Rohstoffen erklären den Reiz dieser Diversifikation.



Im Spätsommer dieses Jahres fielen die Preise jedoch kräftig. Der Goldman Sachs Index verlor innerhalb von 5 Wochen 20%. Ausbleibende Naturkatastrophen, eine Entspannung der Lage im Nahen Osten und zunehmende Sorgen über die Stärke der Konjunktur im kommenden Jahr gehörten zu den Auslösern dieser Entwicklung, die durch die Auflösung spekulativer Positionen einiger Marktteilnehmer vermutlich noch verstärkt wurde. Für die globale Konjunkturdynamik, die ihren oberen Wendepunkt beispielsweise in den USA wohl schon überschritten hat, ist der Rückgang der Rohstoffpreise ein willkommener Impuls. Er senkt die Produktionskosten und wirkt auf die Privaten Verbraucher wie eine Steuersenkung. In den USA könnte dies dazu beitragen, die Belastung des Privaten Konsums zu dämpfen, die vom negativen Vermögenseffekt durch den Rückgang der Immobilienpreise ausgeht. In Deutschland könnten die kontraktiven Impulse der Mehrwertsteuererhöhung zumindest teilweise verringert werden.

Gleichzeitig senken rückläufige Rohstoffpreise temporär die Inflationsraten. Auf den ersten Blick spricht dies für eine weniger restriktive Geldpolitik. Bei genauerem Hinsehen scheint es fraglich, ob die Inflations Sorgen der Zentralbanken wirklich geringer werden. Der gegenwärtige Rückgang der Rohstoffpreise setzt schließlich Kaufkraft in einer relativ fortgeschrittenen Phase des Konjunkturzyklus frei. In dieser Phase sind die Produktionskapazitäten bereits gut ausgelastet, so dass eine zusätzliche Stimulation des Privaten Konsums inflationstreibend wirken kann. Sollten die Zentralbanken eher auf die wachstumsfreundlichen Effekte der Rohstoffpreisentwicklung abstellen, könnte dies sogar die Bereitschaft erhöhen, die Leitzinsen rasch auf ein „neutrales“ Niveau anzuheben. Eine solche Sichtweise steht im Gegensatz zur Markterwartung, dass die amerikanische Zentralbank die Leitzinsen im kommenden Jahr senken wird und die Europäische Zentralbank ihren Zinserhöhungsprozess im 1. Quartal beendet.

### **Demonstrationen in Budapest, Panzer in Bangkok, IWF in Singapur**

Mit dem Verfall der Rohstoffpreise gerieten die Währungen rohstofflastiger Volkswirtschaften wie Norwegen

oder Südafrika deutlich unter Druck. Für Unbehagen auf der Emerging Market-Seite sorgten zudem der Militärputsch in Thailand und die Regierungskrisen in Polen und Ungarn. Trotz solcher Ereignisse gibt es keinerlei Anzeichen für eine Finanzmarkt-Krise, die auch nur annähernd die Dimensionen der Asien- oder der Russland-Krise der neunziger Jahre erreicht. Dazu hat sich das globale Schwergewicht der Weltwirtschaft in den vergangenen Jahren zu sehr vom Zentrum in die Peripherie verlagert. Emerging Economies machten im vergangenen Jahr über 80% der Weltbevölkerung aus, hielten rund 70% der globalen Devisenreserven und verbrauchten rund die Hälfte der globalen Energieproduktion. Aggregiert man das Weltsozialprodukt über Kaufkraftparitäten, entfällt bereits die Hälfte der global produzierten Güter und Dienstleistungen auf die Emerging Markets. Es sind die Emerging Economies, die über ihre Ersparnisse das aggregierte Leistungsbilanzdefizit der entwickelten Länder in Höhe von über 600 Mrd US-Dollar finanzieren. Entsprechend ihrer wachsenden ökonomischen Bedeutung traten die Vertreter der Emerging Markets bei der diesjährigen IWF-Tagung in Singapur mit deutlich gestiegenem Selbstbewusstsein auf.

Die gleichmäßigere geographische Verteilung der globalen Wirtschaftstätigkeit trägt zur Stabilität der Weltwirtschaft bei. Die aktuelle konjunkturelle Verlangsamung in den USA kann daher teilweise durch das Wachstum anderer Regionen kompensiert werden. So scheint der Aufschwung in Europa inzwischen auf recht festen Beinen zu stehen, und auch die japanische Wirtschaft hat ihre lange Krise überwunden. Seit dem Abschluss der Sanierung des japanischen Bankensektors wächst die Kreditvergabebereitschaft wieder. Damit sind die Voraussetzungen für einen Boom der Investitionsausgaben günstig, da nach Jahren stagnierender Kapitalausgaben nicht nur erhebliche Ersatzinvestitionen nötig sind, sondern aufgrund des zunehmenden Arbeitskräftemangels auch nach kapitalintensiveren Produktionswegen gesucht wird. Günstig für das Investitions- und Exportklima in Japan ist weiterhin die Wechselkursentwicklung. In den vergangenen zwei Jahren hat der japanische Yen 15% gegenüber dem US-Dollar an Wert verloren. Gegenüber dem Euro beträgt die Abwertung in den vergangenen fünf Jahren sogar 50%.

Eine der Ursachen dürfte die hohe inländische Ersparnis in Japan sein, der keine ausreichenden inländischen Investitionsmöglichkeiten gegenüberstehen. Dies führt zu einem permanenten Kapitalabfluss ins Ausland und einer entsprechenden Nachfrage nach Devisen. Zwar fließen Japan über die Exportüberschüsse bei Gütern und Dienstleistungen auch Devisen zu. Doch in der Vergangenheit konnte der Ausgleich der Zahlungsbilanz nur über eine permanente Abwertung des Yen erfolgen.

### **Mit erhöhter Aktienquote in das vierte Quartal**

Insgesamt erscheinen uns aus den genannten Gründen die globale konjunkturelle Lage robuster und die Inflationsgefahren größer als momentan vom Markt erwartet. Wir haben daher Mitte September die Aktien-Renten-Gewichtung auf 60:40 erhöht. Auf der Aktienseite sehen wir die größten Chancen in Regionen, die sich noch in der Frühphase des Aufschwungs befinden. Wir haben daher Japan und Europa übergewichtet und den Markt in Großbritannien untergewichtet. Neutral sind wir für den Aktienmarkt in Großbritannien. Auf der Rentenseite bleibt das deutliche Untergewicht in Japan bestehen.

*Dr. Christoph Kind*

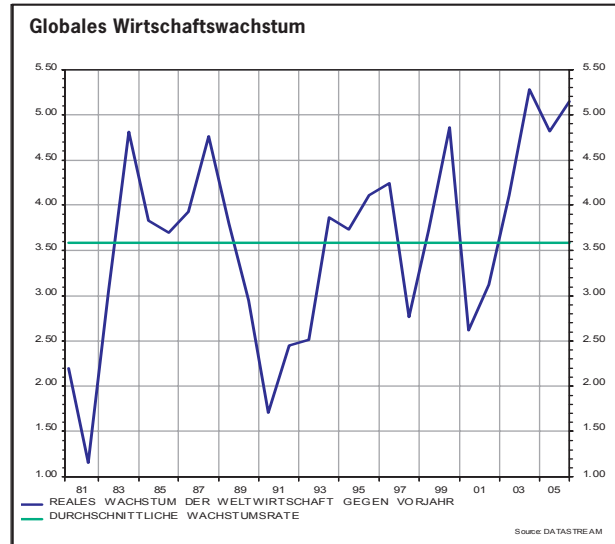
## Aktienindizes markieren neue Jahreshöchststände

Die internationalen Aktienmärkte haben in den letzten drei Monaten unseren Erwartungen entsprechend wieder spürbare Aufwärtsdynamik entfaltet und das Korrektur-Tief vom 13. Juni weit hinter sich gelassen. Eine ganze Reihe internationaler Leitindizes (u.a. der S&P 500 und der DJ Eurostoxx 50) hat bereits die im Mai erreichten Jahreshöchststände übertroffen. Dem von dem Platzen der Technologieblase nur moderat getroffenen Dow Jones Industrial Average ist es sogar gelungen, den bisherigen absoluten Höchststand (11.722,98 am 14. Januar 2000) zu überbieten.

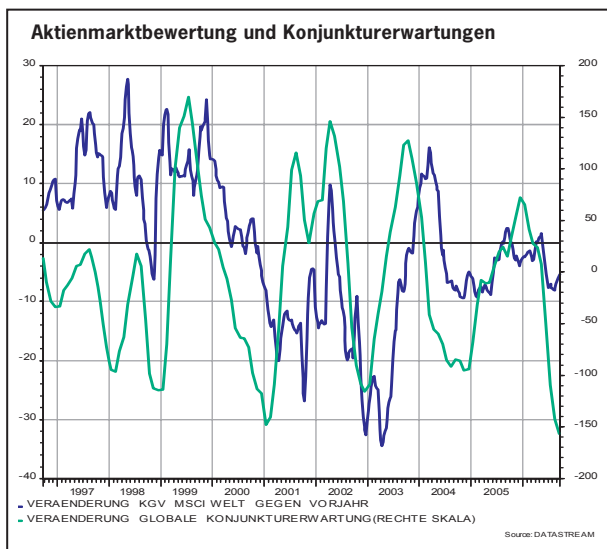
Aufschlussreich ist dabei die seit dem Juni-Tief zu beobachtende regionale Differenzierung der Erholung. Zwar konnten auch die eher „defensiven“ Märkte wie Großbritannien und USA mit einer positiven Entwicklung aufwarten, die höchsten Kursgewinne bescherten aber mit den asiatischen Märkten (ex Japan) und Deutschland wiederum die eher zyklischen Börsen, die schon in den letzten zwei Jahren die Aktienmarkt-Hausse angeführt hatten. Die daraus ablesbare Botschaft steht in deutlichem Widerspruch zu der seit Mai in weiten Anlegerkreisen dominierenden Konjunkturskepsis.

## Überzogener Konjunkturpessimismus

Eine ganze Reihe bekannter und viel zitierter Umfragen unter Anlegern und Kapitalmarktexperten (ZEW, Merrill Lynch Fund Manager Survey, Sentix) zeigt, dass sich die Konjunkturerwartungen in den letzten Monaten stark eingetrübt haben, was u.a. als Begründung für die im Mai einsetzende Aktienmarktkorrektur herhalten musste. Demgegenüber hat z.B. der Internationale Währungsfonds erst jüngst seine Prognosen für das reale Wachstum der Weltwirtschaft für 2006 von 4,9% auf 5,1% und für 2007 von 4,7% auf 4,9% erhöht. Rein rechnerisch beinhaltet dies natürlich auch eine Abschwächung der Wirtschaftsdynamik. Vergleicht man aber die prognostizierte Wachstumsrate von 4,9% mit dem Durchschnitt der letzten 25 Jahre von etwa 3,6%, so entspräche dies eher einem Boom-Jahr als der von vielen befürchteten Wirtschaftsflaute.



Die IWF-Volkswirte unterstellen dabei eine regional unterschiedliche Entwicklung. Während sie für die USA eine moderate Wachstumsabschwächung erwarten, gehen sie davon aus, dass die Konjunktur in der Eurozone noch an Fahrt gewinnt. Ihrer Einschätzung nach bliebe die japanische Wirtschaft weiter auf Expansionskurs, und die höchsten Wachstumsraten würden wiederum die asiatischen Emerging Markets (u. a. China und Indien) verzeichnen. Damit wäre auch die Weltwirtschaft in einer besseren Balance, und die Vereinigten Staaten würden abgelöst in ihrer zentralen Rolle als alleinige globale Konjunkturlokomotive. Trotz der unbestreitbar existierenden und vom Währungsfonds natürlich auch benannten Risiken (u. a. allmählich aufkommender Inflationsdruck, abrupte Verwerfungen an den Märkten durch die vorhandenen globalen Ungleichgewichte) sehen die Konjunkturperspektiven also keineswegs so düster aus, wie viele der Umfragen vermuten lassen. Dementsprechend rechnen wir für die kommenden Wochen und Monate mit einem allmählichen Abbröckeln des u. E. deutlich überzogenen Konjunkturpessimismus. Wie die Grafik zeigt, „belohnt“ der Aktienmarkt diese erwartete Entlastung typischerweise mit einer Bewertungsexpansion.



S&P500-Gesellschaften (ohne Finanzwerte) im zweiten Quartal 2006 zeigt eine beeindruckende finanzielle Stärke und positive Zukunftserwartungen. Der Gesamtbestand an flüssigen Mitteln hat sich im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode nochmals um 3,6% auf knapp 778 Mrd. US-Dollar erhöht. Gleichzeitig wurden aber die Quartalsdividenden um 15% auf 38,8 Mrd. US-Dollar und die Aktienrückkäufe sogar um 86% auf 61,7 Mrd. US-Dollar angehoben. Die Unternehmen geben aber nicht nur viel Geld an ihre Aktionäre zurück, sondern sehen offensichtlich auch wieder gute Wachstumsperspektiven: Die Investitionsbudgets wurden um 21% auf 109 Mrd. US-Dollar hochgefahren, während für Fusionen und Übernahmen 60,4 Mrd. US-Dollar (+ 362%) an Barmitteln eingesetzt wurden. Diese Zahlen lassen u.E. nichts an Deutlichkeit zu wünschen übrig und sind in ihrer Grundaussage durchaus auch repräsentativ für Unternehmen in Europa und Asien.

## Leben Anleger und Unternehmen in unterschiedlichen Welten?

Die unter Anlegern weit verbreitete Konjunktur- und Marktskepsis hat auch entsprechende Bremsspuren bei den Publikumsinvestmentfonds hinterlassen. Laut BVI-Zahlen vom 13.09.2006 mussten deutsche Aktienfonds im laufenden Jahr schon Mittelabflüsse von über 3,4 Mrd. Euro hinnehmen, demgegenüber wurden renditearme Geldmarktfonds (+ 10,5 Mrd. Euro) und wertgesicherte Fonds (+ 3,8 Mrd. Euro) mit erheblichen Beträgen bedacht. Risikovermeidung scheint aber auch bei vielen institutionellen Anlegern oberste Priorität zu genießen. Die jährlich von der Unternehmensberatung Heissmann vorgenommene Investorenbefragung bei deutschen Versicherungen und Versorgungsträgern zeigt, dass deren Portfolios oftmals zu defensiv ausgerichtet sind, um die erwünschte bzw. benötigte Zielrendite erreichen zu können. Immerhin plant eine Reihe der befragten institutionellen derzeit einen Ausbau ihrer Aktienengagements.

Diese weit verbreitete, bei deutschen Anlegern aber besonders hartnäckige Skepsis steht sehr stark mit dem bei den Unternehmen spürbaren Elan in Widerspruch. Eine Untersuchung des Finanzdatenanbieters Thomson Financial zur Finanzposition und Mittelverwendung der

## Aktien sind unverändert aussichtsreich

Den im Mai einsetzenden Kursrückgang hatten wir in unserer letzten Ausgabe als überfällige Korrektur eingeordnet und schon im Juni diagnostiziert, dass sich der Aktienmarkt in einer Bodenbildungsphase befinde. Dementsprechend hatten wir dazu geraten, dies als Kaufgelegenheit zu nutzen, und die empfohlene Aktienquote in der Asset Allocation auf 55% angehoben. Die leichte Konsolidierung in der ersten September-Hälfte nutzten wir für einen weiteren Schritt und erhöhten die Aktienquote nochmals auf 60%.

Unsere optimistische Markteinschätzung basierte im Wesentlichen auf den für uns maßgeblichen fundamentalen Faktoren (Konjunktur- und Gewinnentwicklung, Bewertung und Liquidität). Auf dieser Grundlage sehen wir auch nach der zwischenzeitlich eingetretenen Kurserholung auf Sicht der kommenden Monate weiteres Aufwärtspotential an den Börsen:

- Die Weltwirtschaft befindet sich auf einem insgesamt robusten Expansionspfad, Wachstumsimpulse kommen nicht mehr nur aus den USA, sondern auch wieder aus Japan und der Eurozone sowie den rasant expandierenden asiatischen Ländern.

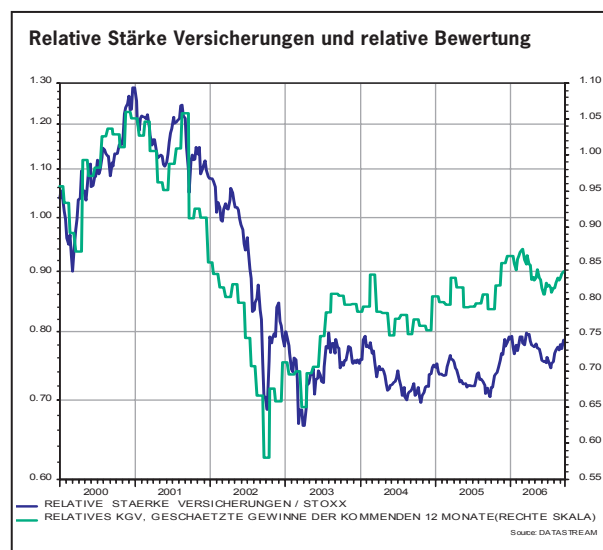
- Vor diesem Hintergrund rechnen wir auch mit weiter steigenden Unternehmensgewinnen, wenn auch mit abnehmender Dynamik.
- Positive kurstreibende Effekte erwarten wir von der Börsenbewertung. Die internationalen Aktienmärkte verharren schon seit 2003 auf ihrem niedrigen Bewertungsniveau, was eine sehr untypische Entwicklung im Kontext eines globalen Wirtschaftsbooms darstellt.
- Angesichts hoher, Anlage suchender Liquiditätsbestände gehen wir davon aus, dass mit dem Abbau der u. E. unangemessen skeptischen Konjunkturerwartungen die Risikobereitschaft bei privaten und institutionellen Anlegern in den kommenden Monaten wieder spürbar zunehmen wird.

### Die Eurozone bleibt unsere favorisierte Anlageregion

Vor dem Hintergrund unserer Konjunktur- und Markterwartungen sehen wir noch keinen Grund, die tendenziell defensiver aufgestellten Börsen Großbritanniens und USA stärker zu fokussieren. Die in den letzten drei Monaten zu beobachtende kräftige Erholung der zyklischeren Märkte bestätigt unsere Annahme, dass das in dem Leitthema „globales Wachstum“ steckende Kurspotenzial noch keineswegs erschöpft ist. Dies gilt erst recht in dem derzeit von pessimistischen Konjunkturerwartungen geprägten Meinungsumfeld. Das attraktivste Chance-/Risikoverhältnis sehen wir weiterhin in der Eurozone und hier u.a. in Deutschland. Die Unternehmen fahren Rekordgewinne ein, sind dabei aber im internationalen Vergleich weiterhin niedrig bewertet (KGV DAX 30: 12,4; DJ Stoxx 600: 12,6; jew. geschätzte Gewinne der kommenden 12 Monate). Der Konjunkturaufschwung hat in den vergangenen Monaten deutlich an Breite und Kraft gewonnen und mittlerweile auch den Arbeitsmarkt erreicht. Angesichts des aufgestauten Nachholbedarfs an Konsum und Investitionen halten wir es auch noch nicht für eine ausgemachte Sache, dass die in Deutschland anstehende und schon seit langer Zeit sorgenvoll diskutierte Mehrwertsteuererhöhung diesen Wirtschaftsaufschwung ernsthaft gefährden wird.

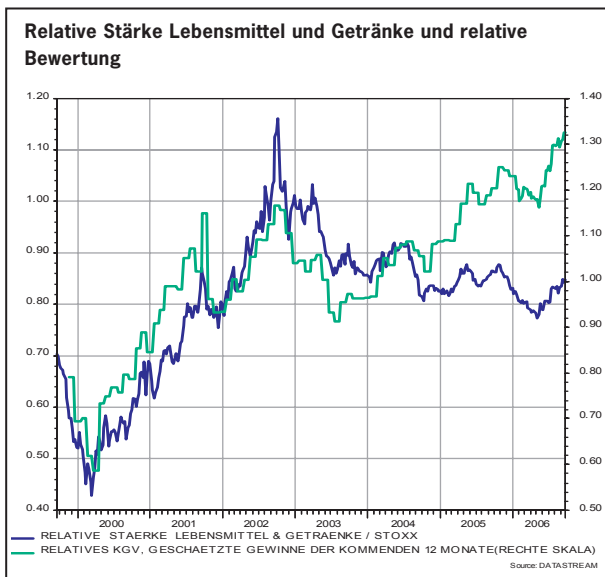
### Versicherungsbranche bietet überdurchschnittliches Potenzial

Die u. a. von der guten Entwicklung der Kapitalmärkte profitierenden Finanztitel entwickeln sich weiterhin überdurchschnittlich. Insbesondere im Versicherungssektor sehen wir aufgrund verschiedener Faktoren auch nach den bereits erfolgten Kursavancen weiteres Potenzial. Das versicherungstechnisch oft stark belastete dritte Quartal ist bislang von Großschäden weitgehend verschont geblieben, was zu weiteren positiven Gewinnrevisionen führen sollte. Zudem erwarten wir, dass der vergleichsweise günstig bewertete Sektor als „Asset Play“ von dem von uns auf Sicht der kommenden Monate erwarteten freundlichen Aktienmarkt überproportional profitieren wird.



Enttäuscht hat hingegen der Energiesektor. Der ungewöhnlich kräftige Rückgang der Ölnotierungen von 78 auf 60 US-Dollar je Barrel innerhalb weniger Wochen hat zu einer deutlichen Eintrübung der Stimmung in der Branche geführt. Auch hier dürfte die ausgeprägte Wachstums-skepsis gegenüber den internationalen Volkswirtschaften eine maßgebliche Rolle gespielt haben. Mittlerweile mehrer sich allerdings die Anzeichen für eine Stabilisierung des Ölpreises, so dass die unter Bewertungsgesichtspunkten recht günstigen Energietitel wieder Erholungspotenzial besitzen.

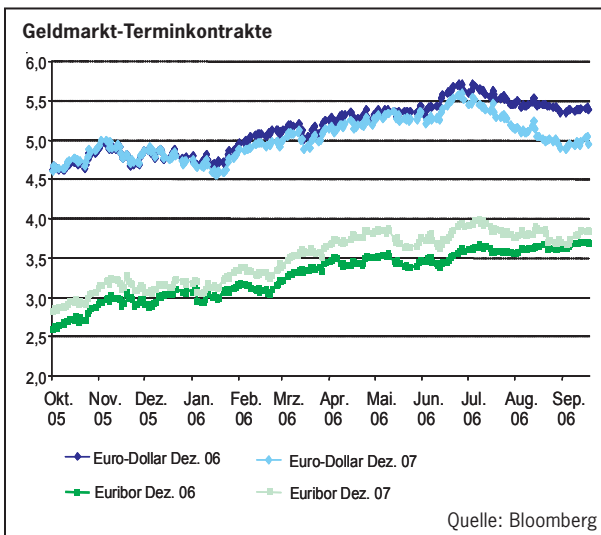
Skeptischer sind wir hingegen gegenüber der Lebensmittel- und Getränkebranche, die trotz ihrer bescheidenen Gewinndynamik mit einer KGV-Prämie zum Gesamtmarkt von 30% nicht nur unter absoluten, sondern auch relativen Aspekten überdurchschnittlich hoch bewertet ist. Sollte sich das Gros der Anleger wieder einer etwas weniger pessimistischen Sicht der Aktienmärkte zuwenden, dürfte dieser zur Zeit noch begehrte Sektor nur noch unterdurchschnittliches Potenzial aufweisen.



Ulrich Reitz

## Geldpolitik asynchron

Die Rentenmärkte schenken den Anlegern im dritten Quartal wesentlich mehr Freude als noch im Quartal zuvor. So waren die Sommermonate trotz kurzzeitiger Unterbrechungen am Ende von steigenden Kursen geprägt. Während die Europäische Zentralbank ihren Leitzins im Juli und August erwartungsgemäß um jeweils einen viertel Prozentpunkt angehoben hat, beendete die amerikanische Notenbank – ebenfalls den Erwartungen entsprechend – ihre Politik der kleinen Zinserhöhungen bereits Ende Juni dieses Jahres. Damit ebnete die Fed gleichermaßen den Weg für eine Entspannung sowohl am dortigen Geldmarkt wie auch an den internationalen Kapitalmärkten. Seither haben sich die Zinserwartungen in den Vereinigten Staaten markant zurückgebildet; die im Dezember nächsten Jahres fällig werdenden 90-Tages-Euro-Dollar-Terminkontrakte beispielsweise spiegeln sogar erste Zinssenkungen wider.

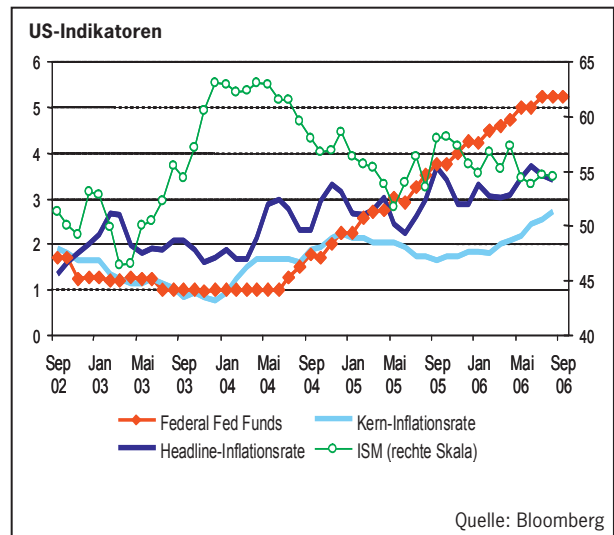


Dies dürfte auch die Antriebsfeder dafür gewesen sein, dass sich die amerikanischen Bond-Renditen im dritten Vierteljahr laufzeitunabhängig im Schnitt um rund einen halben Prozentpunkt zurückgebildet haben. Dadurch ist die Renditekurve invers geworden.

Das Verhalten am hiesigen Geldmarkt folgte jedoch nicht dem amerikanischen Vorbild. Der Ende nächsten Jahres fällig werden Euribor-Kontrakt ist mit einem Leitzins von 3 ½% vereinbar. Die Zinserhöhungserwartungen sind trotz der Entwicklungen in Übersee weitgehend stabil geblieben. Die Synchronität der Geldpolitik ist somit – zumindest vorerst – aufgehoben.

## Baldige Zinssenkungen der Fed?

Noch im Frühsommer wurden Befürchtungen gehegt, die Fed würde ihren Leitzins ohne größere zeitliche Unterbrechungen bis auf 6 Prozent anheben können. Schon bald allerdings sind solche Mutmaßungen nicht nur in sich zusammengefallen, es wurde gar über anstehende Zinssenkungen spekuliert. Genährt wurde dies in der Tat durch den von weniger Dynamik als zuvor geprägten Datenkranz.

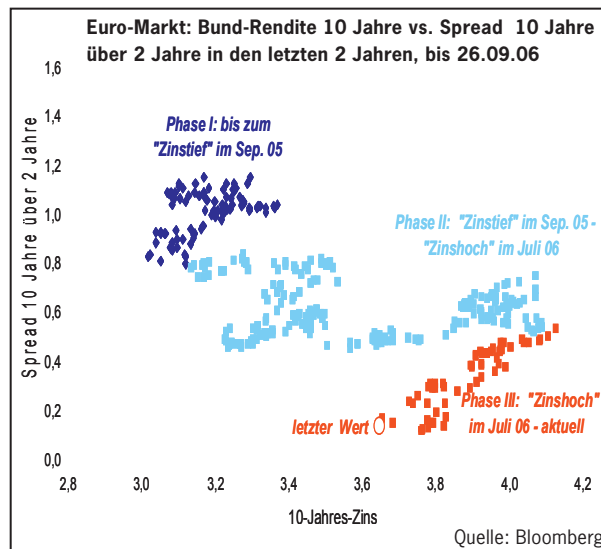


Ob die Reaktionsfunktion der Fed durch einen Rückgriff auf Konjunkturerwartungen genügend abgebildet wird, bleibt indessen offen. Denn schließlich steht die amerikanische Geldpolitik in der Zukunft vermutlich stärker als in der Vergangenheit im Regime eines „Inflation Targeting“. Dies könnte – mit den Worten von Fed-Chef Bernanke selbst – zu einem im Vergleich zu früher beschränkteren

diskretionären Spielraum („constrained discretion“) führen. Mit aktuellen Geldentwertungsraten von um 3% – etwas höher für die Headline-Rate und etwas niedriger für die Kernrate – und wenig hiervon abweichenden Vorhersagewerten sind aggressive Zinssenkungen der Fed selbst ohne offizielles Inflationsziel schwer begründbar. Außerdem ist es trotz aller Risiken wie Immobilienpreisentwicklung und Konsumverhalten der Privaten noch fraglich, ob das wahrscheinliche konjunkturelle „soft landing“ in ein „hard landing“ münden kann. Solange letzteres nicht zu erwarten ist, dürfte die Renditekurve in den USA nicht noch inverser werden. Folgerichtig ist unsere Duration-Position für den amerikanischen Markt defensiv, in der gegenwärtigen Renditekonstellation bevorzugen wir kürzere Laufzeiten zu Lasten von längeren Laufzeiten.

### Potential für flacher werdende Renditekurve in der Euro-Zone ausgeschöpft

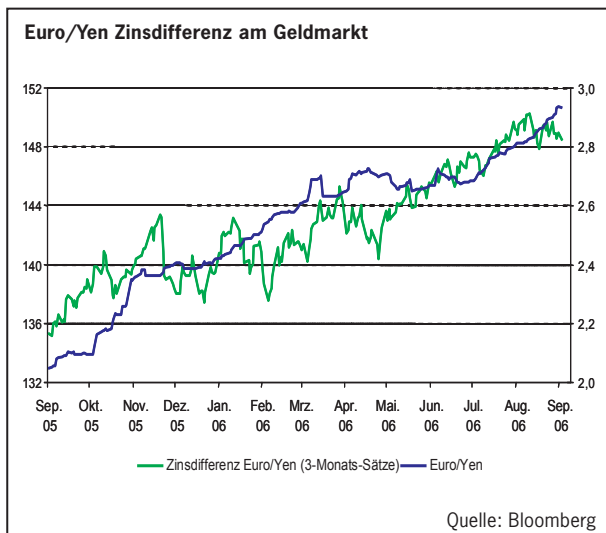
Dem Trend fallender US-Renditen konnte sich der Euro-Markt nicht entziehen. Gepaart mit höheren Leitzinsen wurde die Renditekurve hierzulande stetig flacher. Es waren erstaunlicherweise mehrere Phasen, in denen, unabhängig von der Zinsrichtung, die Renditekurve in den letzten zwei Jahren kontinuierlich flacher geworden ist. Während die erste, bis September letzten Jahres reichende Phase durch ein „bull flattening“ gekennzeichnet war, also durch fallende Langfristzinsen und stabile Kurzfristzinsen, dominierte in der zweiten Phase das „bear flattening“. Hier griffen die Erwartungen höherer Leitzinsen – und letztlich die Zinserhöhungen selbst – in mit der Laufzeit abnehmender Stärke auf den Rentenmarkt über. Die Rendite für 10-jährige Bundesanleihen erreichte im Juli dieses Jahres ihren vorübergehend höchsten Stand. Schließlich entspannte sich danach die Situation wieder; die Renditen sind gefallen, und der Zinsabstand ist bis zuletzt geringer geworden.



Die Fortsetzung dieses Trends ist unter den geldpolitischen Gegebenheiten nur bei fallenden Langfristrenditen denkbar. Voraussetzung hierfür wäre zum einen, dass eine baldige – und damit überraschende – geldpolitische Kehrtwende der EZB vor der Tür stünde, oder zum anderen, dass das oben beschriebene hard landing Wirklichkeit werden würde. Da wir beides kurzfristig nicht erwarten, ist unsere Duration gegenüber den Benchmarks kürzer ausgerichtet.

### Ende der Yen-Abwertung in Sicht?

Auf den internationalen Währungsmärkten war die Lage in den letzten Wochen davon geprägt, dass viele der Währungen, die zuvor besonders stark unter Druck gekommen waren, einen Teil ihrer Verluste wieder wettmachen konnten. Dies galt vor allem für den neuseeländischen Dollar und den mexikanischen Peso. Hervorstechend ist jedoch immer mehr die Schwäche der japanischen Währung, sowie von einigen kleineren, offensichtlich in diesem Abwertungssog stehenden asiatischen Währungen. Der Yen notierte jüngst real und handelsgewichtet auf dem niedrigsten Stand seit über 20 Jahren, der nominale Wechselkurs zum Euro übersprang sogar die Marke von 150.



Gerechtfertigt kann dieser Verlust des Außenwertes unter anderem damit werden, dass die japanische Binnenkonjunktur zuletzt etwas an Dynamik verloren hat. Hinzu kamen ferner Kapitalabflüsse aus Japan. Dieses Geld wurde in ausländischen Rentenmärkten investiert, während zugleich das Auslandsinteresse vor allem an japanischen Aktien stark nachgelassen hat.

Die massive Abwertung des Yen wirft die Frage auf, welche Faktoren eine weitere Abwertung stoppen könnten. Gemessen an den Kaufkraftparitäten ist der Yen deutlich unterbewertet. Auch die Theorie der Zinsparitäten legt nahe, dass der Yen aufwerten muss, da das niedrige Zinsniveau in Japan nur über eine permanente Aufwertung des Yen mit den hohen Zinsen im Ausland vereinbar sein sollte. Doch entgegen der Theorie hat sich der Yen, wie die Grafik zeigt, parallel zur Ausweitung der Zinsdifferenz gegenüber dem Euro abgewertet. Ein weiteres Argument für den Yen könnte die schleichende Aufwertung der chinesischen Währung und die weitere Wechselkurspolitik Chinas sein.

### Credits: Bei geringen Risikoprämien Risiken vermeiden

Die Credit Spread-Bewegungen fielen in den letzten Wochen alles in allem recht gering aus. Zwar machen Gerüchte über bevorstehende Leverage-Buy-Outs immer wieder mal die Runde, sie taugen aber bislang nicht dazu, für signifikante Verwerfungen zu sorgen. Einmal mehr geriet jedoch mit Telecom Italia der Telekommunikationssektor ins Rampenlicht. Die Neuausrichtung des Konzerns schob die Anleihen-Spreads dieses Emittenten wie auch jene der Wettbewerber nach oben. Im Allgemeinen sind jedoch die Finanzkennzahlen der Unternehmen – bei Financials wie bei Industrials – ohne größeren Makel, so dass die spezifischen Risiken gering sind und hierdurch bedingte Spread-Ausweitungen ausbleiben sollten. Dennoch ist unsere Allokation wie schon seit geraumer Zeit von einer Untergewichtung von Unternehmensanleihen bestimmt. Dies liegt einerseits an der geringen Kompensation für die eingegangenen Kreditrisiken, die Spreads verharren nämlich auf sehr niedrigem Niveau, andererseits tragen die heutigen Spread-Niveaus den latenten gesamtwirtschaftlichen Risiken, wie sie beispielsweise für die Vereinigten Staaten beschrieben wurden, nicht genügend Rechnung. Die Allokation ist deswegen von Risikoaversion geprägt: Übergewichtungen bestehen in den besseren Bonitätsstufen und in Anleihen mit geringer Subordination.

*Burkhard Allgeier*

# Portable Alpha

## Auf der Suche nach echtem Alpha

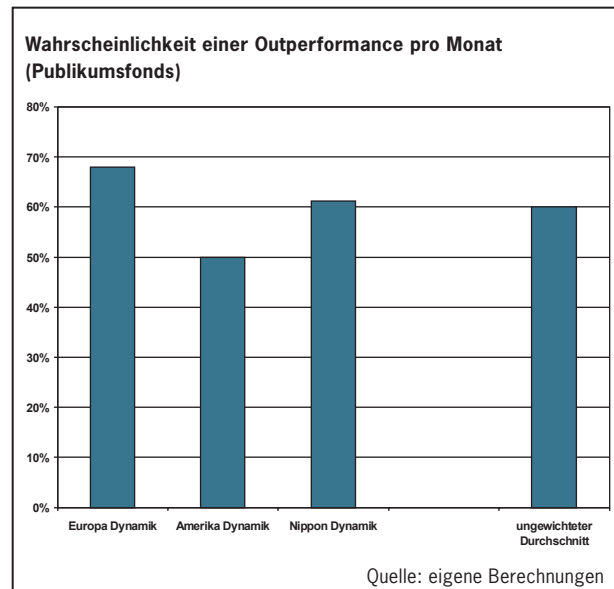
In der letzten Ausgabe von „Märkte und Mehr“ hatten wir die Strategie des „Portable Alpha“ sowie die dahinterliegenden Überlegungen dargestellt. Dabei wurde insbesondere auch herausgestellt, dass der Identifikation von „echtem“ Alpha besondere Bedeutung zukommt. Wie kann nun solches Alpha identifiziert werden, und wie kann es in ein Portable-Alpha-Konzept umgesetzt werden?

Dieser Fragestellung soll am Beispiel des quantitativen Ansatzes BMR + nachgegangen werden. Hierbei handelt es sich um einen von FRANKFURT-TRUST entwickelten Ansatz, der mehrere Faktoren quantitativ auswertet und in die Aktienselektion einfließen lässt (vgl. Märkte und Mehr IV/04). Hierdurch ist das Risiko, einen Branchen- oder Faktor-Effekt irrtümlich für Alpha zu halten, bereits deutlich reduziert. Somit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass es sich um „echtes“ Alpha handelt, das nicht aus solchen Branchen- oder Themen-Effekten stammt (zur Unterscheidung vgl. auch Märkte und mehr III/06).

Anhand der tatsächlichen Wertentwicklung des Modells, wie es in den Publikumsfonds und Spezialfonds unseres Hauses Einsatz findet, soll nun beleuchtet werden, inwieweit hier für die Zukunft von einem positiven Alpha ausgegangen werden kann. Das Modell fand erstmalig im Juli 2004 Einsatz und wurde sukzessive in einer zunehmenden Anzahl von Fonds eingesetzt. Zwar ist ein Zeitraum von 24 Monaten nicht ausreichend, um im statistischen Sinne signifikante Aussagen treffen zu können, jedoch sollen hier zunächst lediglich die Vorgehensweise dargestellt und einige Tendenzen erläutert werden.

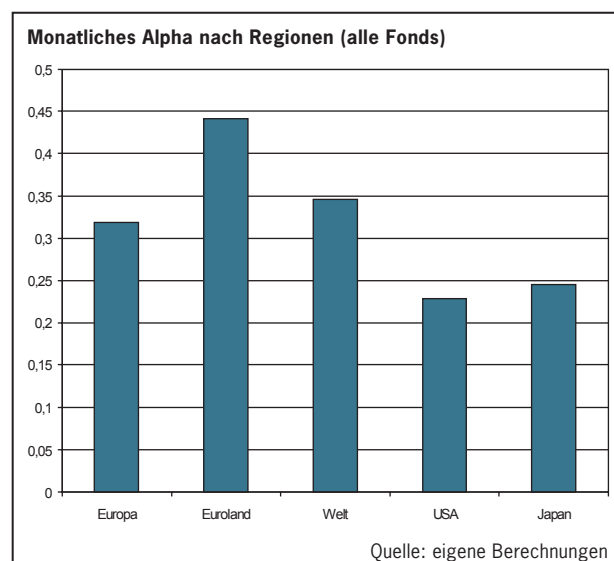
Grundlage aller Betrachtungen sind die tatsächlich erzielten Performance-Zahlen nach Transaktionskosten, aber ohne Kosten der Liquiditätshaltung und allgemeine Fondskosten.

Der Erwartungswert eines positiven Alpha pro Monat liegt für alle Fonds im untersuchten Zeitraum bei 35 Basispunkten. Dabei steigt die Wahrscheinlichkeit eines positiven Alpha mit der Zeitdauer, in der das Modell im jeweiligen Fonds im Einsatz ist. Die Wahrscheinlichkeit, dass es im jeweiligen Monat zu einem positiven Alpha kommt, liegt im Durchschnitt aller Fonds bei 68 % (vgl. auch Abb. 1).



Über den Gesamtzeitraum des jeweiligen Einsatzes weisen von 19 Fonds 16 ein positives Alpha auf, was einer Trefferwahrscheinlichkeit von 84 % entspricht. Klammert man die Fonds aus, bei denen erst im Laufe des Jahres 2006 das Modell zum Einsatz kam, liegt die Trefferwahrscheinlichkeit sogar bei 100 %.

Differenziert man nach Regionen, so zeigt sich, dass das höchste Alpha in Euroland erzielt werden konnte, gefolgt von Europa (vgl. Abb. 2). Das niedrigste Alpha wurde demgegenüber in den USA erreicht. Möglicherweise



kommen hier höhere Transaktionskosten in manchen ausländischen Märkten und die Kosten des Devisenhandels zum Ausdruck.

Aufgrund dieser Ergebnisse zeigt sich, dass dem erzielten Alpha eine gewisse Konstanz und Stabilität innewohnt. Dies allein reicht jedoch noch nicht aus, um zu entscheiden, in welchen Regionen ein Portable Alpha-Produkt sinnvoll darstellbar ist. So bedeutet ein Euro-land-Produkt etwa, dass keine Währungen zu berücksichtigen und abzusichern sind. Andererseits ist eine Absicherung des allgemeinen Aktienmarkttrisikos, also des „Beta“, im Rahmen börsengehandelter Derivate sinnvoll nur über den Euro-Stoxx-50-Future realisierbar, der lediglich die 50 liquiden Werte abdeckt. Damit steht man vor dem Dilemma, sich entweder auch mit dem quantitativen Modell nur auf diese 50 Werte zu beschränken, man kann dann allerdings nicht mehr das Alpha erwarten, das bisher erzielt wurde, oder aber man wählt aus dem bisherigen Aktien-Universum aus, wobei dann aber neben dem Alpha auch gleichzeitig eine (ungewollte) Positionierung hinsichtlich eines Size-Effektes entsteht. Dies kann man beispielsweise im US-Markt vermeiden, denn dort steht mit dem S&P-500-Future ein liquides Derivat auf den breiten Aktienmarkt zur Verfügung. Allerdings muss dort wiederum die Währung abgesichert werden, was zu einem zusätzlichen Kostenfaktor und auch einem Risikofaktor führen kann, der unabhängig von dem Alpha ist. Die Abwägung zwischen diesen Gesichtspunkten determiniert die Wahl des Marktes.

Für wen ist nun ein solches Portable-Alpha-Produkt interessant? Auf der einen Seite ist hier der risikoaverse Investor zu nennen, der ein Investment sucht, das nicht das volle Aktienmarkt-Risiko trägt, sondern ein Risiko-Profil ähnlich einem typischen Rentenfonds aufweist, jedoch eine Risiko-Diversifikation zu selbigem darstellt. Auf der anderen Seite ist hier an einen Investor in klassische Aktienfonds zu denken, beispielsweise den FT Europa Dynamik Fonds, der eine gute Wertentwicklung über die vergangenen 24 Monate erzielen konnte, und der nunmehr diesen Gewinn realisieren will, weil er der weiteren Entwicklung an den Aktienmärkten misstraut, die Selektionsmöglichkeiten des quantitativen Modells aber gleichwohl weiter nutzen will.

## Ausblick

Aus zahlreichen Untersuchungen ist bekannt, dass Verkaufsempfehlungen einen höheren Mehrwert generieren als Kaufempfehlungen. Als Ursache hierfür wird unter anderem genannt, dass Analysten in der Regel zu Optimismus neigen (müssen), sodass hinter einer Verkaufsempfehlung besonders viel Überzeugung stehen muss, aber auch, dass negative Meinungen zu einer Aktie von vielen institutionellen Investoren nicht umgesetzt werden können. Es liegt somit nahe, dass nicht nur durch den Kauf einer Positiv-Auswahl Alpha generiert werden kann, sondern auch durch den Verkauf einer Negativ-Auswahl. Hierdurch wird der „Möglichkeiten-Raum“ der Aktien-Selektion und damit der Alpha-Erzeugung deutlich erweitert. Somit könnte die Eliminierung des allgemeinen Markttrisikos auch durch den Leerverkauf der im Rahmen des quantitativen Modells BMR + als besonders „schlecht“ selektierten Aktien erfolgen. Hierfür stellen die Kapitalmärkte inzwischen ausreichend Instrumente zur Verfügung. Auf die Umsetzbarkeit eines solchen Konzeptes werden wir in einem weiteren Artikel eingehen.

*Raimund Saxinger*



## Asset Allocation

Grundsätzlich befasst sich das Asset Allocation-Komitee von FRANKFURT-TRUST mit der Aufteilung eines globalen Portfolios auf Aktien- und Rentenanlagen; Kasse gilt als Grenzfall der Rentenposition, deren Duration vom Renten-Komitee bestimmt wird. Die Währung wird als ein „Overlay“ aus Euro-Sicht angesehen, das höchstens dem Renten- und Aktien-Engagement im jeweiligen Währungsraum entspricht, aber auch durch Devisentermingeschäfte verringert werden kann. Als Benchmark dient ein Konstrukt, das zu jeweils 50 % aus dem globalen MSCI-Index für Aktien und dem globalen JPM-Index für Renten besteht. Aus dem zusammengesetzten Index ergibt sich auch die Benchmark-Währungsgewichtung. Grundlagen der Asset Allocation-Entscheidungen sind die Erwartungen und Bewertungen des Marktes, wie sie durch Konsensus-Prognosen bzw. den Markt selbst geliefert werden. Ziel ist es, Inkonsistenzen der Preisbildung aufzuspüren und auszunutzen. Die Vorgaben des Komitees liefern die Basisdaten für das Renten- und das Aktiengremium und stellen den Basisbaustein für die Gestaltung der Kundenportfolios dar.

## Aktien

Der Aktienauswahl von FRANKFURT-TRUST liegt eine Mehrfaktorenstrategie zugrunde. Das Anlageuniversum bilden die Titel aus dem globalen Mid- und Big-Cap-Bereich. Untersucht werden die Titel eines breiten Marktes anhand fundamentaler und statistischer Kennzahlen. Anschließend werden die selektierten Titel zu Faktorportfolios aggregiert. Dabei enthalten die einzelnen Faktorportfolios jeweils die Titel, die nach den entsprechenden Kriterien die besten sind. Die vier zu betrachtenden Faktoren sind: Bewertung (fundamentale Kennzahlen), Momentum (historische Wertentwicklung), Revisionsdynamik (Änderung in der Einschätzung der Analysten) sowie Risiko (Beta und Volatilität). Die Strategievorschläge des Faktorenmodells werden einer intensiven fundamentalen Vor- und Nacherwerbskontrolle unterworfen. Berücksichtigt werden hierbei Fungibilität Liquidität, Corporate ac-

tions, Rechtsrisiken, Anlagerichtlinien und Ereignisrisiken. Die Prüfung wird vom FT-Fondsmanagement und dem FT-Research durchgeführt. Die Ergebnisse des Micro-Screenings werden den makroökonomischen Vorgaben gegenübergestellt und auf ihre Konsistenz in Bezug auf Branchen- und Faktorenschwerpunkte überprüft. Gegebenenfalls werden auf dieser Ebene Gewichtungsverschiebungen vorgenommen. Sowohl der Grad der Berücksichtigung nicht quantifizierbarer Markteinflüsse als auch das Risiko des Zielportfolios lassen sich in hohem Maße skalieren.

## Renten

Das Rentenmanagement entscheidet gemeinsam über die Marktsegmente „Governments“ und „Corporates“. Der Fokus liegt auf den Anleihen des Euro-Raums; im Rahmen der globalen Analyse werden aber auch die Rentenmärkte der anderen Währungsblöcke bis hin zu Randmärkten Europas und Amerikas analysiert. Wesentliche Zielgrößen des Analyseprozesses sind die Allokation der Rentenanlagen unter Berücksichtigung der erwarteten Währungsbewegungen auf die verschiedenen internationalen Rentenmärkte. Innerhalb der einzelnen Rentenmärkte wird weitgehend simultan entschieden über die Allokation zwischen „Governments“ und „Corporates“, über die Duration und die Kurvenpositionierung sowie über die Sektor- und Rating-Verteilung. Während für die Analyse im Bereich der öffentlichen Anleihen der Top-down-Ansatz dominiert, fußt die Auswahl der Unternehmensanleihen, die sich im Wesentlichen auf den Euro-Raum konzentriert, auf der Bottom-up-Analyse. Selektionsentscheidungen stehen im Vordergrund, die Rating- und Branchenallokation sind sekundär.



# Disclaimer

---

## Disclaimer

Die in dieser Stellungnahme geäußerten Ansichten geben die Meinung des Portfoliomanagements und des Researchteams der FRANKFURT-TRUST Investment-Gesellschaft mbH („FT“) über die betreffenden Märkte, Assetklassen oder wirtschaftlichen Entwicklungen wieder. Der FT gehört zur BHF-BANK Aktiengesellschaft. Diese Veröffentlichung wurde von FT erstellt und dient ausschließlich der Information seiner institutionellen Kunden und Vertriebspartner.

Der FT übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen, auch wenn sorgfältig darauf geachtet wird, dass diese auf Quellen beruhen, die als zuverlässig erachtet werden können. Die hierin enthaltenen Informa-

tionen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen zur Asset Allocation des FT getroffen werden, beziehen sie sich auf allgemeine Modellportfolios und nicht auf Kundenportfolios, die aufgrund individueller Besonderheiten teilweise erheblich davon abweichen können.

Weder der FT noch seine Vertreter und Mitarbeiter übernehmen die Verantwortung für Verluste (einschließlich Folgeschäden), die sich aus der Verwendung dieser Publikationen oder ihres Inhalts ergeben.

Diese Veröffentlichung unterliegt dem Urheberrecht; ihre Vervielfältigung, Verbreitung und Veröffentlichung zu jeglichen Zwecken durch Dritte bedarf der vorherigen Zustimmung des FT. Alle Rechte sind vorbehalten.

FRANKFURT-TRUST  
Investment-Gesellschaft mbH  
Neue Mainzer Straße 80  
Postfach 11 07 61  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon 069/92050-200  
[www.frankfurt-trust.de](http://www.frankfurt-trust.de)