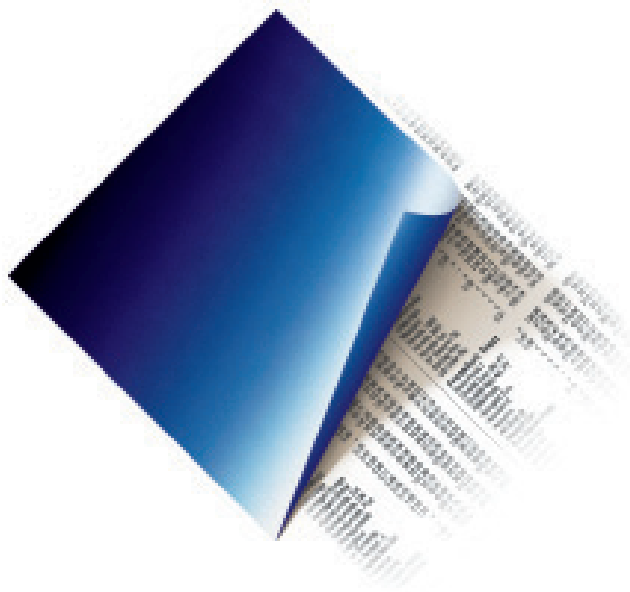


# Märkte und Mehr

Analysen und Informationen

I. Quartal 2006



FRANKFURT-TRUST

## **Zusammenfassung Konjunktur und Kapitalmärkte**

**Seite 4**

---

- Der Wirtschaftliche Rahmen
- Rückblick 2005
- Perspektiven 2006

## **Aktien**

**Seite 8**

---

- Jahresendrally als Schlussakkord eines erfreulichen Börsenjahres 2005
- Wirtschaft und Gewinne auch zum Jahresauftakt 2006 auf Expansionskurs
- Bewertung spricht auch nach starker Performance eindeutig für Aktien
- Aktienmärkte im Spannungsfeld der Geldpolitik
- Risikoscheue europäische Anleger und zunehmend offensive Unternehmen
- Deutsche und japanische Aktien auch in 2006 interessant
- Fazit: Aktienmärkte bleiben zunächst noch begünstigt
- Drei Favoriten für 2006: Öl & Gas, Finanzwerte und Gesundheit

## **Aktienselektion mit der Mehr-Faktoren-Strategie Rückblick und Ausblick**

**Seite 13**

## **Renten**

**Seite 18**

- 
- Rückblick 2005: Fremdwährungsanleihen vorn
  - Wechselspiele bei den Anleiherenditen
  - Neues Jahr, alte Prognosen?
  - Geldpolitik vor dem Hintergrund erreichter Preistabilität
  - Fed: Zinserhöhungen so gut wie beendet
  - EZB: Erste zögerliche Schritte – kommt mehr als gedacht?
  - Trend zur Kurvenverflachung hält an
  - Durationsübergewicht in USA und Barbell-Positionen auf beiden Seiten des Atlantiks, internationale Diversifizierung so hoch wie möglich
  - Corporate Bonds in der Klemme

## **Quantitative Rentenstrategien Rückblick und Ausblick**

**Seite 23**

## **Beschreibung des Anlageprozesses**

**Seite 25**

## **Disclaimer**

**Seite 26**

## Zusammenfassung

Die wesentlichen wirtschaftlichen Impulse kamen im vergangenen Jahr von steigenden Ölpreisen und der graduellen Annäherung der amerikanischen Geldpolitik an ein neutrales Zinsniveau. Letzteres wurde von den Devisenmärkten mit einem Wiedererstarben des US-Dollars honoriert. Die Konjunktur zeigte sich von den prinzipiell negativen Impulsen nur zu Beginn des Jahres verunsichert, kehrte aber dann zu einem soliden Wachstumspfad unter Führung des US-Konsums zurück. Bemerkenswert war der anhaltende Trend zur Produktionsverlagerung in Niedriglohnländer, insbesondere nach China. Diese Entwicklung ging vor allem zu Lasten der Arbeitnehmer in den Industrieländern, deren Löhne nur geringfügig anstiegen, während die Gewinne der Unternehmen deutlich zulegen.

Die vorauslaufenden Konjunkturindikatoren weisen auf eine Fortsetzung des Wirtschaftswachstums zu Beginn des neuen Jahres hin. Allerdings werden die Kräfte, die die Nachfrage bisher getragen haben, schwächer, während die strukturellen Ungleichgewichte weiter zugenommen haben. Hier sind vor allem die starke Kreditinanspruchnahme der Konsumenten einerseits und die hohe Verschuldung der US-Volkswirtschaft im Ausland andererseits zu nennen. Kritisch ist in Bezug auf den Kapitalmarkt zu werten, dass die Wirtschaftsexperten ebenso wie die Analysten den bisher positiven Trend einfach fortgeschrieben haben, so dass das Überraschungspotenzial auf der negativen Seite vermutet werden muss.

Am Rentenmarkt haben die Rahmenbedingungen im vergangenen Jahr für eine unerwartet stabile Entwicklung gesorgt. Wesentlich war dabei, dass sich die Inflation trotz des Ölpreisschocks nicht wesentlich beschleunigte und die Überschussländer den USA nicht die Finanzierungsmittel entzogen. Für Corporate Bonds war wichtig, dass die Bilanzrelationen gesund blieben und es zu entsprechend wenig Ausfällen kam. Allerdings haben sich hier inzwischen einige Daten verändert. Die Unternehmen stellen den Shareholder Value-Gedanken wieder in den Vordergrund, und auch die kreditfinanzierten Übernahmen haben deutlich zugenommen. Damit haben die Eigenkapi-

talquoten zu sinken begonnen. Gleichzeitig ist der Druck vom kurzen Ende gestiegen. Dagegen steht das negative konjunkturelle Überraschungspotenzial, so dass der Ausblick für die Rentenmärkte nur in Teilbereichen als negativ beschrieben werden kann.

Der Aktienmarkt profitiert zunächst noch von der günstigen Wirtschafts- und Gewinnentwicklung. Allerdings ergibt sich aus der potenziellen Abkühlung im zweiten Halbjahr ein Risiko. Es trifft vor allem die USA, während Japan und Teile Europas zunächst noch von ihrer Eigendynamik getragen werden. Aus Branchensicht stehen Rohstoffwerte noch auf der Sonnenseite; sie profitieren von dem anhaltenden Boom der neuen Industriestaaten, deren Hunger nach Energie, Industrie- und Edelmetallen anhalten wird. Interessant werden zunehmend Finanzwerte, die vom Ende der Zinssteigerungsphase in den USA profitieren werden.

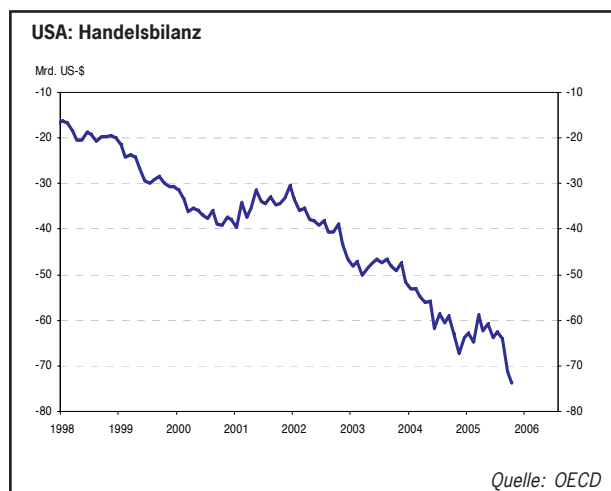
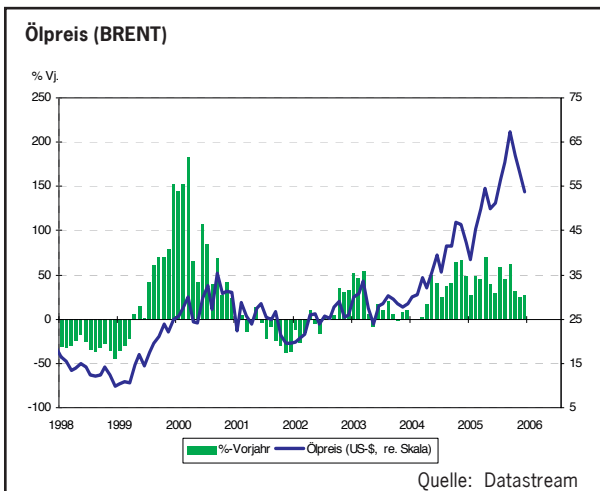
Aus Sicht von FRANKFURT-TRUST geht die Strategie der internationalen Diversifizierung und der Betonung des Risikomanagements auf. Die quantitativen Modelle, die diese Aspekte adressieren und zunehmend Eingang in die Portfolios gefunden haben, haben sehr gute Ergebnisse sowohl unter Performance- als auch unter Diversifikationsaspekten gebracht. Die aktuellen Ergebnisse sowohl unserer quantitativen Aktien- als auch der Rentenmodelle untermauern unsere qualitativ abgeleiteten Prognosen. Mit diesem Instrumentarium ist FRANKFURT-TRUST in der Lage, angemessen auf sich verschiebende Perspektiven in den globalen Kapitalmärkten zu reagieren.

## Der Wirtschaftliche Rahmen

### Rückblick 2005

Das abgelaufene Jahr ist sowohl aus konjunktureller als auch aus Kapitalmarktsicht bemerkenswert. Die Weltwirtschaft war einem erheblichen Preisschock in Form einer starken Verteuerung der Energie- und Metallrohstoffe ausgesetzt. Gleichzeitig erhöhte die amerikanische Notenbank den Geldmarktsatz stetig in 0,25 Prozentpunktschritten von 2,25 % auf 4,25 %. Dennoch ließ global das Lohnwachstum nach, während die Kreditnachfrage insbesondere der privaten Haushalte deutlich zunahm. Die Grundlage für die Geldschöpfung waren steigende Immobilienpreise in den USA, in Großbritannien und in Teilen Kontinentaleuropas, die die Vermögensposition der Kreditnehmer deutlich verbesserten.

Die Kehrseite dieser Medaille sind weiter gestiegene Ungleichgewichte. So fiel die Ersparnis der amerikanischen Privathaushalte auf unter null Prozent ihrer verfügbaren Einkommen; sie wurden also zu Nettokreditnehmern, während die US-Unternehmen weiterhin einen sehr hohen Teil ihrer Investitionen aus eigenen Mitteln finanzierten. Da auch der US-Staat Kreditnehmer blieb, musste die Ersparnislücke durch das Ausland geschlossen werden. Diesem Kapitalimport entsprach ein Leistungsbilanzdefizit, das mit ca. 6 % des BIP einen Rekordwert erreichte. Aufgrund der immer noch reichlichen Geldversorgung im Inneren und der gesunden Unternehmensbilanzen stiegen die Rentenrenditen dennoch nicht wesentlich an. Auch die Anpassung nach außen trat nicht ein; im Gegenteil: der US-Dollar gewann sowohl gegenüber dem Yen als auch gegenüber dem Euro an Wert. Dabei spielte das Verhalten Chinas eine wesentliche Rolle, das seine Währung unterbewertet hielt und die erzielten Überschüsse in den USA anlegte.



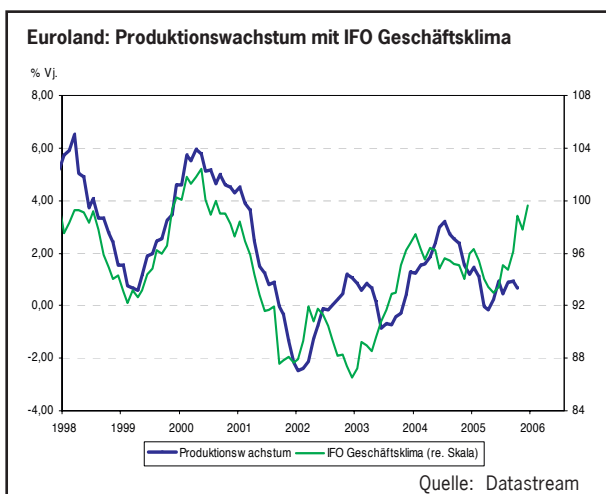
Die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen blieb insbesondere in den USA entsprechend hoch und schwappte über den Import nach Europa und Asien über. Geringe Lohnkosten und der Import billiger Waren aus Asien unterstützten die Gewinnentwicklung der Unternehmen und hielten gleichzeitig die Inflation im Zaum. Als Folge davon blieben einerseits die Anleiherenditen auf niedrigem Niveau und stiegen andererseits die Aktienkurse stark an.

Am Kapitalmarkt hatte die Bewertung der Anlageklassen große Bedeutung. Nervosität aufgrund der stark steigenden Rohstoffpreise kam nur kurz zu Jahresanfang auf. Unter den Industrieländern profitierten insbesondere die – gemessen an der Gewinnentwicklung und an den Zinsen – billigen europäischen Aktien. Da mit anhaltender Konjunkturdynamik das Risiko eines Gewinneinbruchs global als gering erachtet wurde, blieben die Volatilitäten niedrig, und

prinzipiell riskantere Anlageklassen wie Aktien und Renten von Entwicklungsländern wurden verstärkt nachgefragt. In der zweiten Jahreshälfte wurde zudem deutlich, dass Japan die jahrelange Deflation überwinden würde, so dass der Aktienmarkt in erheblichem Umfang ausländisches Kapital anzog und zu einem der besten Märkte des vergangenen Jahres avancierte. Dennoch blieb die Unterbewertung des Yen erhalten, während auf der anderen Seite des Währungsspektrums das Pfund weiterhin als überbewertet eingestuft werden muss.

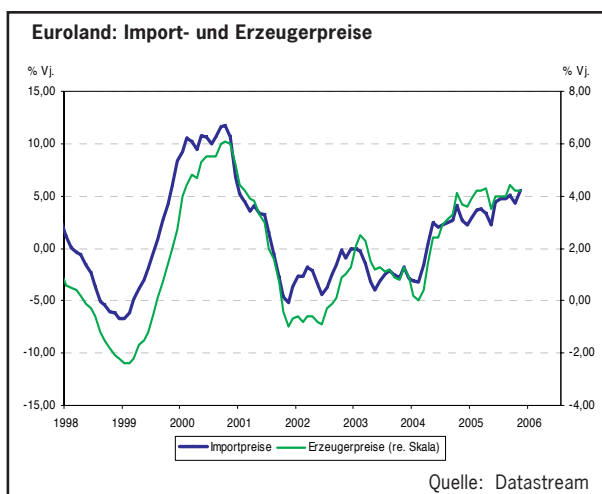
### Perspektiven 2006

Die gegenüber Zins- und Preisimpulsen robuste Weltwirtschaft hat den Optimismus der privaten Haushalte und der Unternehmen ebenso wie den von Volkswirten und Kapitalmarktteilnehmern gefördert. So erwarten die Konjunkturexperten für den Euro-Raum laut EZB-Dezember-Bericht eine Beschleunigung des Wachstums von 1 ¼ % im vergangenen Jahr auf knapp 2 % in diesem und bis zu 2 ¼ % im nächsten Jahr. Die Inflation soll dagegen mit leicht sinkender Tendenz bei rund 2 % bleiben. Für den Kapitalmarkt lässt sich dies in ein anhaltend hohes Gewinnwachstum bei niedrigen Rentenrenditen übersetzen.



Bei einem so einheitlich positiven Bild liegt das Überraschungspotenzial wohl auf der negativen Seite. Die Konzentration auf die Risiken dieses Bildes macht entsprechend Sinn. Dennoch ist zunächst auf die Fakten hinzuweisen, die den Prognosen zugrunde liegen. Hier dominiert die positive Situation der Unternehmen und die anhaltende Expansion der Schwellenländer. Beides hat sich in den Auftragsbüchern der Industrie niedergeschlagen und inzwischen auch die Beschäftigung erhöht. Die gute und sich weiter bessernde Stimmung von Haushalten und Unternehmen ist also begründet und lässt bereits heute eine Produktions- und Absatzausweitung in Europa und Japan im ersten Halbjahr 2006 als gesichert erscheinen. Allerdings schaut der Aktienmarkt etwa zwei Quartale in die Zukunft, so dass die spannende Frage heißt: Was kommt im Herbst?

Die Frage führt zurück zu den typischen Konjunkturtreibern: Preise, Zinsen und Wechselkurse. Kritisch sind steigende Preise insbesondere dann, wenn sie der Volkswirtschaft insgesamt Kaufkraft entziehen. Beim Anstieg der Rohstoffpreise trifft genau dies zu. Die Terms of trade haben sich für die Industrieländer 2005 um 5 % bis 10 % verschlechtert. Der Wohlstandsentzug ging primär zu Lasten der privaten Haushalte, die aufgrund der Konkurrenz der BRIC-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China) keine adäquaten Lohnsteigerungen durchsetzen konnten, während die Unternehmen die Belastung durch eine Verlagerung der Produktion in Niedriglohnländer bzw. durch die Einfuhr billi-



ger Vorprodukte und Handelswaren kompensieren konnten. Die Verschiebung der globalen Preisrelationen ging innerhalb der Industriestaaten entsprechend mit einer Umverteilung von den Lohneinkommen zu den Gewinneinkommen einher. Dennoch blieb die Investitionstätigkeit verhalten.

Die Kombination aus teuren Rohstoffen und billiger Arbeit außerhalb der OECD-Staaten reduziert das Nachfragepotenzial erheblich. Bisher wurde der Kaufkraftentzug durch die starke Kreditexpansion kompensiert. Sie wurde vor allem durch die expansive FED-Politik ermöglicht. Bei kurzfristigen Zinsen deutlich oberhalb der Inflationsrate und in Anbetracht der hohen Verschuldungsquote der US-Haushalte ist dies aber zukünftig kaum noch darstellbar. Entsprechend muss mit einer spürbaren Verlangsamung der US-Wirtschaft gerechnet werden. Damit wird auch der Import-Sog der USA nachlassen und das Wachstum Europas bremsen.

In der Vergangenheit hätte eine solche Entwicklung schnell zu einer Korrektur der Rohstoffpreise und der Zinsen geführt. Da sich aber der sekundäre Sektor – die Industrie – in der letzten Dekade von den hoch entwickelten Volkswirtschaften in die Schwellenländer verlagert hat, die inzwischen unter der Führung Chinas eine starke Eigendynamik entwickelt haben, geht die konjunkturabhängige Rohstoffnachfrage kaum zurück. Metalle und Energieträger werden sich deshalb nur wenig verbilligen.

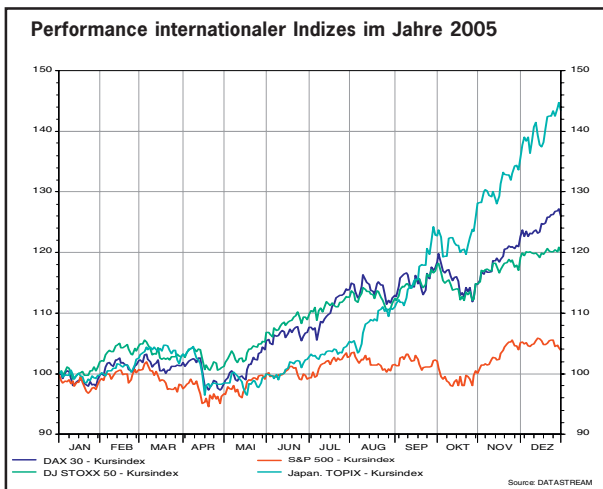
Die Kombination aus nachlassendem Wachstum und weiterhin teuren Rohstoffimporten kann den Dollar belasten und eine schnelle Umkehr der US-Geldpolitik verhindern. Das ohnehin noch immer niedrige Niveau der langen Zinsen kann in einem solchen Szenario sogar noch leicht sinken. Europa wird diesen Impuls – verstärkt durch einen aufwertenden Euro – aufnehmen und ebenfalls fallende Rentenrenditen im zweiten Halbjahr registrieren. Japan hat dagegen seine Abhängigkeit von den USA im vergangenen Jahr spürbar reduziert und profitiert von der Dynamik Asiens. Hier sind positive Überraschungen bei den Unternehmensgewinnen und vor allem bei der Währung weiterhin möglich.

Das hier geschilderte Szenario muss so nicht eintreffen. Es stellt auf das ab, was nicht in den aktuellen Prognosen und damit auch nicht in den aktuellen Kursen eskomptiert ist. Es empfiehlt, US-Anlagen zu meiden, auf europäische Renten, auf den Yen und auf japanische Aktien zu setzen. Diese Logik muss nicht unmittelbar aufgehen, da die Märkte zunächst noch den Schwung des Jahres 2005 weiter tragen werden. Auf kurze Sicht machen Anlagen in den vernachlässigten Bereichen des Aktienmarktes durchaus Sinn. Aber auch bei diesen Werten sollte die nicht erwartete Möglichkeit – der Konjunkturabschwung – im Auge behalten werden, wonach Asien-Exposure besser als US-Exposure, Marktrisiko besser als Kreditrisiko und Investitionsnähe besser als Konsumnähe ist.

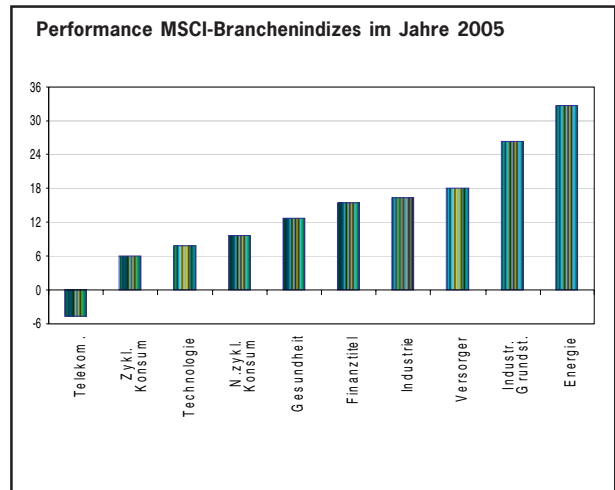
*Winfried Hutmam*

## Jahresendrally als Schlussakkord eines erfreulichen Börsenjahres 2005

Das abgelaufene Börsenjahr 2005 zeigte nach einem verhaltenen Auftakt einen insgesamt recht positiven Verlauf, wenngleich die Performance regional sehr unterschiedlich ausfiel. Mehrfach auftretende Schwächephasen waren nur temporärer Natur und entpuppten sich als günstige Gelegenheiten, die Aktienbestände zu arrondieren. So war auch die im Oktober an den Aktienmärkten einsetzende Korrektur nur von kurzer Dauer und wurde schon Anfang November von der von vielen Marktteilnehmern erwarteten Jahresendrally abgelöst. Insgesamt gesehen wurden Aktienanleger im vergangenen Jahr für ihre Risikobereitschaft großzügig belohnt, insbesondere in den von uns favorisierten zyklischen Märkten Deutschland und Japan. Belastet durch die Leitzinsanhebungen der amerikanischen Notenbank Fed fuhren die US-Märkte dagegen nur mit angezogener Handbremse.



Eine stark divergierende Entwicklung wiesen auch die Branchentrends auf. Sehr erfreulich war die Kursentwicklung der Sektoren Energie und Industrielle Grundstoffe, Verluste bescherte dem Anleger hingegen nur die Telekommunikationsbranche.



Wie wir nachfolgend erläutern werden, sehen wir auch nach drei Jahren Aktienmarkthausse noch keine Anzeichen für eine nachhaltige Trendwende und erwarten ein Anhalten des aktienmarktfreundlichen Klimas zumindest noch für das erste Halbjahr 2006. Dies kommt im Rahmen unserer strategischen Asset Allocation in einer Übergewichtung von Aktien gegenüber Anleihen (55 % vs. 45 %, neutral 50 %) zum Ausdruck. Nach dem starken Anstieg der letzten Wochen sehen wir allerdings zunächst temporären Konsolidierungsbedarf an den Börsen, viele der eher kurzfristig orientierten Marktindikatoren signalisierten zuletzt eine Überhitzung.

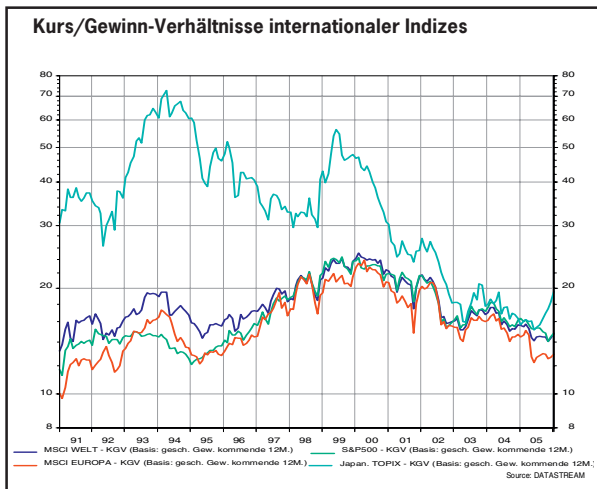
## Wirtschaft und Gewinne auch zum Jahresauftakt 2006 auf Expansionskurs

Nach der erfolgreichen „weichen Landung“ der Konjunktur im Jahre 2005 sehen wir Anzeichen dafür, dass die Weltwirtschaft wieder in eine Beschleunigungsphase eingetreten ist. Für das Gesamtjahr 2006 erwarten wir ein globales Wachstum von über 4 Prozent und darauf aufbauend ein nochmaliges Gewinnplus in einer Größenordnung bis zu 10 Prozent. Wichtig aus unserer Sicht sind allerdings nicht nur die Jahreswerte, sondern auch das zeitliche Verlaufsmuster. Wir erwarten nämlich, dass die konjunkturelle Dynamik in der zweiten Jahreshälfte, u.a. aufgrund der von uns unterstellten anhaltend hohen Rohstoff- und Energiepreise, wieder etwas nachlassen wird. Dementsprechend

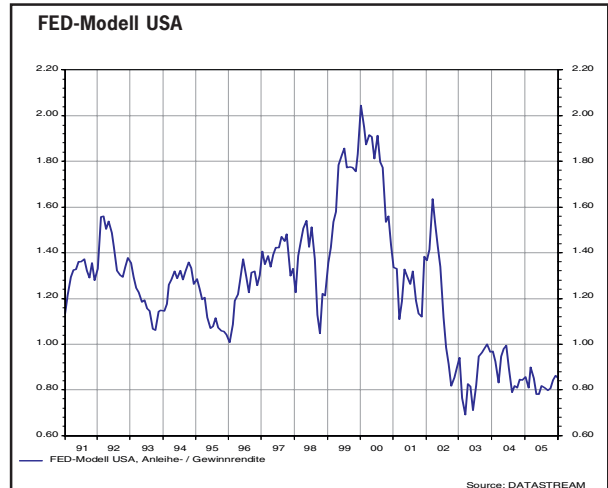
steigt natürlich auch das Risiko von Gewinnenttäuschungen für einen bislang von Erfolgsmeldungen verwöhnten Aktienmarkt.

### Bewertung spricht auch nach starker Performance eindeutig für Aktien

Ein zentraler Faktor für unsere positive Markteinschätzung in den vergangenen Quartalen war die attraktive Bewertung des Aktienmarktes. Trotz der zwischenzeitlich eingetretenen kräftigen Kurssteigerungen hat sich an diesem Befund nichts geändert, da die Märkte nur den wachsenden Gewinnen gefolgt sind. Wie die Grafik zeigt, liegt das Kurs-/Gewinn-Verhältnis für den MSCI-Weltindex in der Nähe eines 10-Jahrestiefs.



Bestätigt wird dies auch durch den im sog. Fed-Modell vorgenommenen Vergleich der aktuellen Kapitalmarktrendite (zehnjährige Staatsanleihe) mit der auf den IBES-Schätzungen für die kommenden 12 Monate basierenden Gewinnrendite des Aktienmarktes. Nur in Japan sind in den letzten Monaten die Kurse stärker gestiegen als die Gewinne, hat also auch eine Bewertungsexpansion stattgefunden.



### Aktienmärkte im Spannungsfeld der Geldpolitik

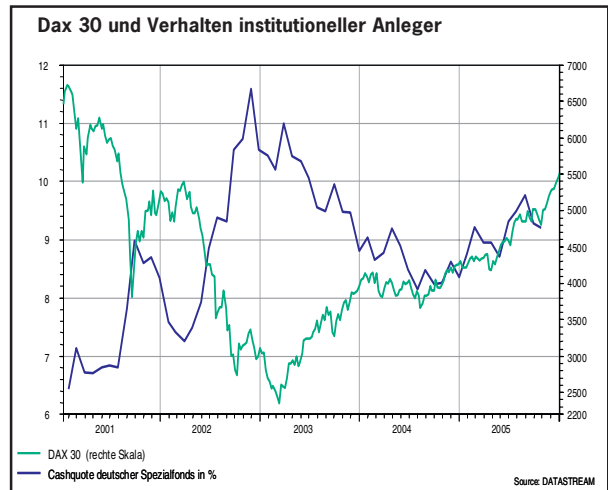
Wichtige Impulse für das kommende Börsenjahr erwarten wir von der internationalen Geldpolitik. Der durch die Fed eingeleitete geldpolitische Straffungskurs wird voraussichtlich in den kommenden Monaten auslaufen. Für die Aktienmärkte wäre dies eine willkommene Entlastung, insbesondere für die US-Börse. Die im Sommer 2004 vollzogene zinspolitische Kehrtwende der US-Notenbank war nicht von entsprechenden Maßnahmen in der Euro-Zone und Japan begleitet worden. Diese relative Eintrübung des monetären Umfelds dürfte einer der maßgeblichen Gründe für die im internationalen Vergleich eher schwache Performance amerikanischer Aktien gewesen sein. Mittlerweile hat aber auch die EZB ihren ersten Zinserhöhungsschritt hinter sich, bis zum Jahresende 2006 ist mit einem weiteren Anstieg des Refinanzierungssatzes in Richtung 3 % (aktuell: 2,25 %) zu rechnen. Für die internationale Börsenlandschaft wird dies aller Voraussicht nach nur von untergeordneter Bedeutung sein, den Börsen der Euro-Zone wird damit aber ein unterstützender Faktor entzogen. Angesichts der spürbaren Erholung der japanischen Wirtschaft sollte auch eine allmähliche Abkehr der Bank of Japan von der bislang noch betriebenen, extrem expansiven „Nullzinspolitik“ einkalkuliert werden. Dies muss für die japanische Börse aber keine Belastung darstellen, vielmehr besteht durchaus die Chance, dass die Marktteilnehmer das allmähliche Auslaufen der geldpolitischen Notstandsmaßnahmen als ein Ent-

warnungssignal interpretieren. Wie in der Grafik zu erkennen ist, war dieser für viele Marktbeobachter irritierende Zusammenhang (steigende Zinsen werden begleitet von anziehenden Aktienkursen) in den letzten Jahren schon oft zu beobachten gewesen.

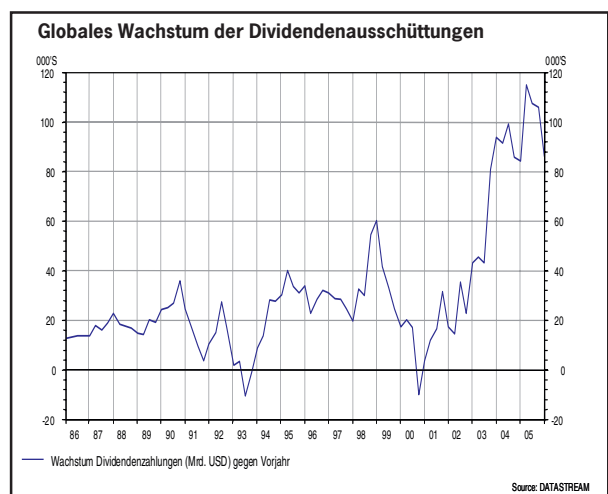


## Risikoscheue europäische Anleger und zunehmend offensive Unternehmen

Bemerkenswert beharrlich in ihrem risikoscheuen Verhalten zeigen sich die europäischen und insbesondere die deutschen Privatanleger trotz rasant steigender Unternehmensgewinne und Börsenkurse. Deutsche Renten- und Geldmarktfonds konnten 2005 trotz einer vergleichsweise bescheidenen Performance zweistellige Milliardenbeträge einsammeln. Aus Aktienfonds wurden gleichzeitig knapp 200 Mio. Euro abgezogen. Wenngleich viele Gelder inzwischen in die aufstrebende Klasse der Index- bzw. Aktienzertifikate geflossen sind, deutet die Gesamtbilanz dennoch auf eine ausgeprägte Zurückhaltung der Privatanleger hin. Auch viele institutionelle Anleger zeigen dem Aktienmarkt immer noch die kalte Schulter. Die Aktienquote deutscher Spezialfonds beträgt nur 28 %, und die Kasenhaltung wurde seit Sommer 2004 trotz des insgesamt gesehen freundlichen Börsenumfeldes sogar wieder schrittweise erhöht.



Demgegenüber zeigen die Unternehmen ein zunehmend offensiveres Verhalten und signalisieren damit auch wieder Vertrauen in die Zukunft. Gestützt auf hohe Liquiditätsbestände und historische Rekordgewinne stiegen 2004/05 die von den Unternehmen ausgeschütteten Dividenden jährlich um 80–100 Mrd. US-Dollar.



Allein in den USA werden die 2005 aufgelegten Aktienrückkaufprogramme die Marke von 300 Mrd. US-Dollar erreichen. Stark belebt haben sich auch die Fusions- und Übernahmeaktivitäten. Die M&A-Transaktionen in Europa und den Vereinigten Staaten dürften 2005 die Marke von 2 Bio. US-Dollar überschritten haben, gegenüber 2004 wäre dies

ein Zuwachs von gut 40 %. Angesichts der positiven Rahmendaten spricht somit vieles dafür, dass sich diese aktienmarktfreundliche Entwicklung auch in 2006 fortsetzt.

### **Deutsche und japanische Aktien auch in 2006 interessant**

Vor dem Hintergrund unserer Konjunktur- und Markterwartungen sehen wir für die von uns zuletzt favorisierten Märkte Deutschland und Japan zunächst noch ein Fortbestehen des überdurchschnittlichen Chance-/Risikoverhältnisses:

- Beide sind zyklische Märkte mit einem starken, exportorientierten Industriesektor, der vom anhaltend hohen Wachstum der Weltwirtschaft und der in 2005 stattgefundenen Erholung des US-Dollars profitiert. Beide Volkswirtschaften zeigen aber auch zunehmende Anzeichen für eine Belebung ihrer Binnenkonjunktur.
- Für den Dax30 spricht darüber hinaus der u.E. nicht gerechtfertigte Bewertungsabschlag gegenüber dem europäischen Gesamtmarkt.
- Wie die massiven Zukäufe der letzten Monate zeigen, ist mit der spürbar werdenden Überwindung der über ein Jahrzehnt dauernden Strukturkrise Japans auch das Vertrauen der internationalen Anleger in den Kabutocho zurückgekehrt. Dies hat allerdings auch dazu geführt, dass der japanische Aktienmarkt im internationalen Bewertungsvergleich (KGV Topix: 19,8; S&P500: 15,0) wieder an Attraktivität eingebüßt hat.

Wir gehen allerdings davon aus, dass sich der US-Dollar im Jahresverlauf wieder etwas abschwächen und die konjunkturelle Dynamik im Verlauf des zweiten Halbjahres etwas nachlassen wird. Dann wäre auch der Zeitpunkt gekommen, die oben erläuterte regionale Positionierung zu Gunsten eines stärkeren Fokus auf den amerikanischen Markt zu überdenken.

Durch den anhaltend starken Anstieg der Unternehmensgewinne bei gleichzeitig verhaltener Kursentwicklung ist

das KGV von US-Aktien im Jahresverlauf von 16,5 auf 15,0 und damit auf ein auch im internationalen Kontext attraktives Bewertungsniveau gesunken. Mit dem absehbaren Ende der US-Leitzinserhöhungen entfällt auch ein für die Börse wichtiger Belastungsfaktor. Die Frage nach der relativen Attraktivität der Märkte ist somit nicht mehr so einfach zu beantworten wie zum Jahreswechsel 2004/05, so dass im Gesamtjahr 2006 eine wieder stärker konvergierende Indexentwicklung für die wichtigen globalen Märkte zu erwarten ist.

### **Fazit: Aktienmärkte bleiben zunächst noch begünstigt**

Insgesamt sehen wir für Aktien auch im begonnenen Börsenjahr 2006 zunächst noch ein gutes Chance-/Risikoverhältnis. Die für uns maßgeblichen Gründe und Annahmen hierfür sind:

- Die Weltwirtschaft bleibt auch in diesem Jahr auf Wachstumskurs.
- Dementsprechend werden die Unternehmensgewinne nochmals bis zu 10 % zulegen können.
- Aktien sind sowohl absolut (KGV) als auch relativ zu Anleihen (Fed-Modell) attraktiv bewertet.
- Trotz der jeweils unterschiedlichen Entwicklungsrichtungen wird die Geldpolitik der internationalen Notenbanken insgesamt gesehen noch nicht als Belastungsfaktor für die Aktienmärkte ein.
- Unter Liquiditätsgesichtspunkten profitieren Aktien von der ausgezeichneten Verfassung des Unternehmenssektors, möglicherweise findet im weiteren Jahresverlauf auch bei den bislang noch stark risikoaversen europäischen Anlegern ein Umdenkprozess statt.

## Drei Favoriten für 2006: Öl & Gas, Finanzwerte und Gesundheit

Für Investoren mit einer mittelfristigen Anlageperspektive sehen wir folgende drei Sektoren als besonders aussichtsreich an:

- Energiewerte werden derzeit mit einem hohen Bewertungsabschlag gehandelt. Die Anleger sehen die augenblicklich hohen Unternehmensgewinne als nicht nachhaltig an, sie unterstellen auf Sicht der kommenden Jahre einen Rückfall des Ölpreisniveaus auf etwa 40 US-Dollar/Barrel. Angesichts der steigenden Nachfrage (China, USA) rechnen wir dagegen mit längerfristig hoch bleibenden bzw. sogar weiter anziehenden Notierungen. Darüber hinaus verfügen Energiewerte über eine attraktive Dividendenrendite (Ölsektor Europa: 3,3 %), und die Gesellschaften haben milliardenschwere Aktienrückkaufprogramme aufgelegt.
- Die lange vernachlässigten Finanzwerte haben in den letzten Wochen stark an Attraktivität gewonnen. Finanzwerte reagieren typischerweise sensibel auf Veränderungen im geldpolitischen Umfeld. Zeichnet sich, wie augenblicklich im Führungsmarkt USA, das Ende einer Phase von Leitzinserhöhungen ab, bestehen gute Chancen auf eine überdurchschnittliche Kursentwicklung. Mit einem Bewertungsabschlag von gut 20 % gegenüber dem Gesamtmarkt verfügen US-Finanzwerte auch über eine solide Risikoprämie. Unter Nachfragegesichtspunkten erscheint uns wichtig, dass institutionelle Anleger bei den US-Banken stark untergewichtet sind und dementsprechend hohen Anpassungsbedarf haben.
- Für eher defensiv und längerfristig ausgerichtete Anleger bietet der europäische Pharmasektor wieder gute Einstiegschancen. Trotz des schwieriger gewordenen Umfelds (Gesundheitsreformen in vielen Ländern, Klagen vor US-Gerichten) verfügt die Branche immer noch über ein überdurchschnittliches Wachstumspotenzial. Gleichzeitig beträgt die Bewertungsprämie für die europäische Pharmabranche nur knapp 20 %, befindet sich also im unteren Bereich ihrer historischen Spanne.

*Ulrich Reitz*

Seit Mitte 2004 setzt FRANKFURT-TRUST ein Mehrfaktorenmodell zur Aktienselektion ein, welches in *Märkte und Mehr* vom IV. Quartal 2004 vorgestellt wurde. An dieser Stelle soll ein Rückblick auf die bisherige Performance des Modells und eine Analyse derselben gegeben werden. Des Weiteren erläutern wir die aktuelle Positionierung der entsprechenden Portfolios.

## Das Konzept

Das Konzept sei hier nur kurz skizziert. Der Mehrfaktorenstrategie liegt ein quantitativer, modellgesteuerter Bottom-up-Auswahlprozess zugrunde. Dabei werden die Titel eines breiten Anlageuniversums anhand anerkannter und getesteter fundamentaler und technischer Kennzahlen untersucht und ausgewählt und zunächst zu Faktorportfolios aggregiert. Diese Faktorportfolios enthalten jeweils die Titel, die nach den entsprechenden Kriterien die besten sind.

Dabei betrachten wir folgende vier Faktoren:

- *Bewertung*: Fundamentale Kennzahlen
- *Momentum*: Historische Performance
- *Revision*: Änderung der Analystenschätzungen
- *Risiko*: Volatilität, Beta, etc.

Durch die Kombination und Diversifikation dieser vier in ihrer Relation zum Gesamtmarkt gering korrelierten Investmentstile zu einem Gesamtportfolio wird eine gleichmäßige Outperformance gegenüber dem Vergleichsindex (Benchmark) erreicht.

## Die Portfolios

FRANKFURT-TRUST managt nach seinem Mehrfaktorenmodell ca. 800 Mio. € in Aktien, den größten Teil davon in Spezialfonds mit den Anlageregionen Euroland, Europa und Welt. Des Weiteren setzen wir dieses Konzept in vier Publikumsfonds mit den Anlageregionen Europa, USA, Japan und Welt um, deren Performance hier exemplarisch dargestellt wird.

Tabelle 1 zeigt diese Fonds und ihre Performance seit der Implementierung des Modells. Man sieht, dass wir mit unserem quantitativen Screening ein sehr breites Anlageuniversum abdecken – 500 bis 600 Titel bei den regional anlegenden Fonds und 1.800 im global ausgerichteten Portfolio. Dies ermöglicht uns die Identifizierung vieler interessanter Investitionsmöglichkeiten. Entsprechend positiv entwickelte sich daher auch die Performance. Das europäische und das globale Portfolio liegen nach Kosten etwa gleichauf mit dem Vergleichsindex, d.h. durch die erfolgreiche Aktienselektion wurden etwa die Kosten des Fonds verdient. Das amerikanische und das japanische Portfolio zeigen darüber hinaus eine deutliche Outperformance gegen den Benchmarkindex nach Kosten.

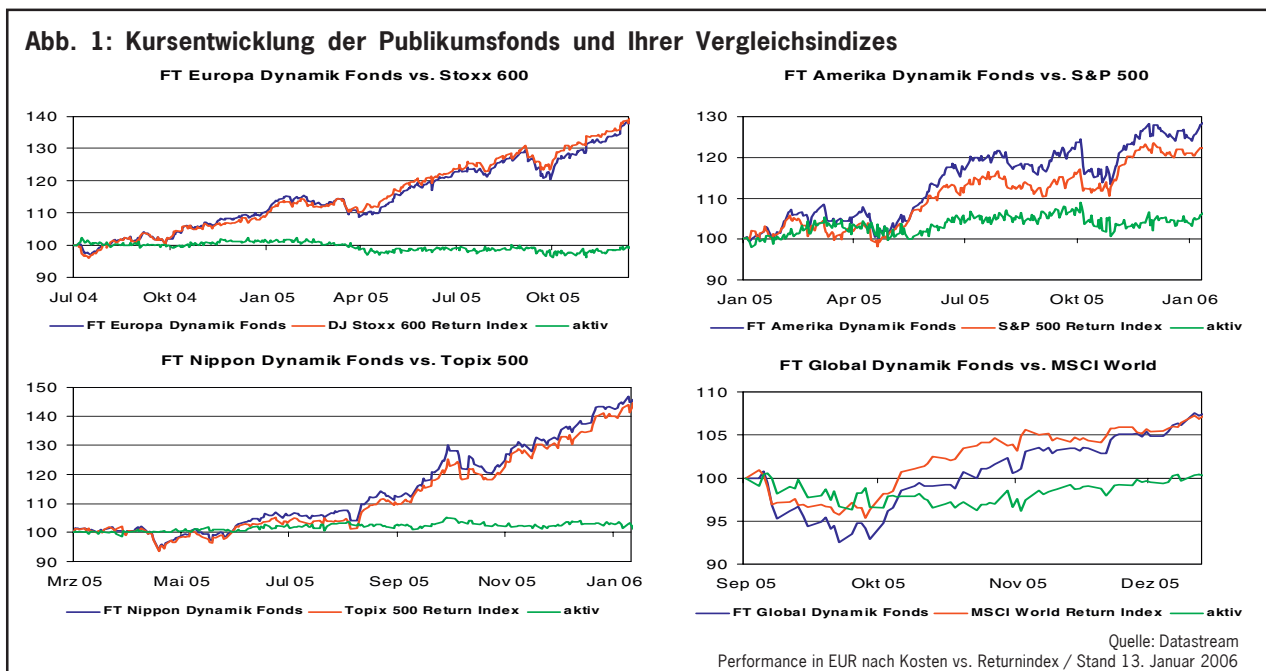
**Tab. 1: Übersicht über die Publikumsfonds und ihre Performance**

Fonds	Anlageregion	Universum Benchmark	Anzahl Titel im Portfolio	Implementierung Modell	Performance Fonds seit Implementierung	Performance Benchmark	aktiv
FT Europa Dynamik Fonds	Europa	DJ Stoxx 600	100	31.07.2004	38,25%	38,47%	-0,22%
FT Amerika Dynamik Fonds	USA	S&P 500	100	31.12.2004	27,86%	21,88%	5,99%
FT Nippon Dynamik Fonds	Japan	Topix 500	100	28.02.2005	45,08%	43,38%	1,70%
FT Global Dynamik Fonds	Welt	MSCI Welt (ca. 1.800 Titel)	200	30.09.2005	7,72%	7,05%	0,67%

Quelle: Datastream  
Performance in EUR nach Kosten vs. Returnindex  
Stand 13. Januar 2006

Abbildung 1 stellt die Entwicklung der vier Fonds und ihrer Vergleichsindizes graphisch dar.

Änderungen der Analystenschätzungen für diese. Dabei dominiert im europäischen Portfolio der Beitrag der Bewer-



Auch die Spezialfonds, in denen die Aktienselektion auf Basis der Mehrfaktorenmodelle vorgenommen wird, zeigen mit einer Ausnahme im Aktiensegment eine Outperformance gegen ihre jeweiligen Vergleichsindizes.

### Performance-Analyse

Diese Performance sei im Folgenden genauer analysiert – sowohl hinsichtlich der Beiträge der vier Faktoren (Bewertung, Momentum, Revision, Risiko) als auch in Bezug auf die klassischen Allokations-Kriterien wie Länder, Branchen oder Marktkapitalisierung.

#### Faktoren

Der größte Teil der Outperformance des Jahres 2005 wurde generiert durch die Faktoren *Bewertung* und *Revision*, d.h. die fundamentalen Kennzahlen der Aktien sowie die

tungskomponente, außerhalb Europas der der Revisionskomponente. Das Faktorportfolio *Momentum*, das trendfolgend in Titel mit guter vergangener Performance investiert, lieferte in den außereuropäischen Märkten ebenfalls eine sehr gute Performance; in Europa war es geringfügig schlechter als der Vergleichsindex. Lediglich die Komponente *Risiko* lieferte in allen Anlageregionen negative Performancebeiträge, d.h. Aktien mit geringem Risiko konnten in den rasant steigenden Märkten 2005 nicht mithalten.

Zusammenfassend kann man sagen, dass 2005 der europäische Markt stärker von fundamentalen Faktoren und die außereuropäischen Märkte stärker von technischen und marktpsychologischen Faktoren getrieben waren. Der Vorteil unseres Mehrfaktorenmodells manifestiert sich darin, dass durch die Kombination und Diversifikation der vier Investmentstile in allen Anlageregionen eine gute Performance erreicht wurde.

## Länder, Sektoren, Marktkapitalisierung

Unsere Aktienselektion erfolgt ausschließlich Bottom-up, d.h. ohne explizite Steuerung der Allokation in die klassischen Faktoren wie Länder oder Branchen. Deren aktive Gewichtungen ergeben sich als Residualeffekt der Selektion. Darüber hinaus haben unsere Portfolios konstruktionsbedingt durch die Titelauswahl in einem breiten Anlageuniversum einen gewissen Mid-Cap-Bias.

Um die Effekte dieser impliziten Allokation sowie der Selektion zu analysieren, nimmt man eine Attributionsanalyse vor, in der die aktive Performance in zwei Komponenten zerlegt wird: einen Allokationsbeitrag, der durch die aktive Gewichtung der Länder, Branchen und Gruppen vergleichbarer Marktkapitalisierung erklärt wird, und einen Selektionsbeitrag, der durch die Titelauswahl innerhalb der Länder, Branchen und Gruppen vergleichbarer Marktkapitalisierung generiert wird.

Nimmt man diese Analyse vor, zeigt sich, dass in allen Portfolios nach den meisten Kriterien der Allokations- und der Selektionsbeitrag positiv sind, jedoch der Selektionsbeitrag dominiert, was aufgrund unserer Bottom-up-Vorgehensweise ein gewünschtes Ergebnis darstellt.

Auf Länderebene haben wir sehr positive Beiträge der Titelauswahl in Großbritannien sowie im globalen Portfolio auch aus der Selektion japanischer Aktien. In diesem Portfolio liefert die Übergewichtung Japans auch einen positiven Allokationsbeitrag.

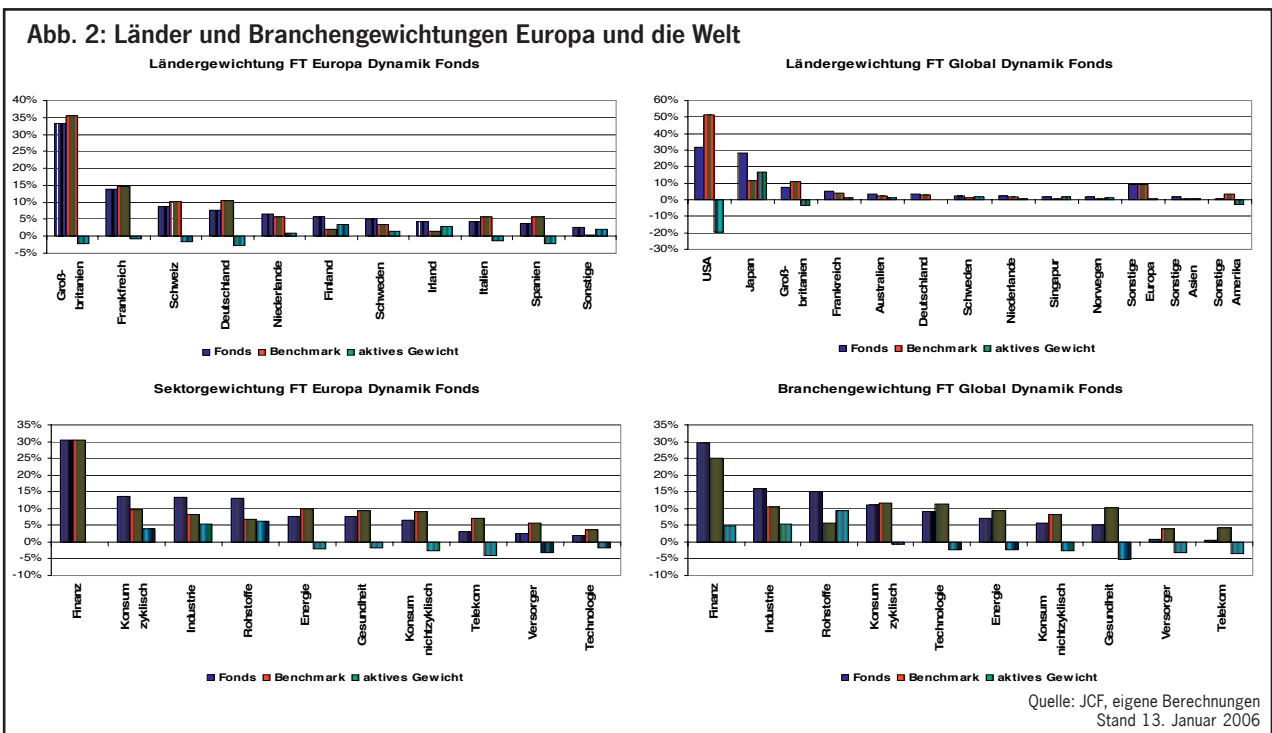
Auf Branchenebene steuerten im Europa-Portfolio die Untergewichtung des Telekomsektors und im US-Portfolio die Übergewichtung des Ölsektors sehr positive Allokationsbeiträge bei. Im US-Ölsektor wurde auch durch Titelselektion Outperformance generiert. In Europa dominierten die Selektionsbeiträge aus dem Konsumsektor, in Japan die aus den Bereichen Investitionsgüter und Banken.

Die Attributionsanalyse nach Marktkapitalisierung zeigt in allen Anlageregionen nur geringe Allokationsbeiträge, aber extrem positive Selektionsbeiträge im Bereich mittlerer Marktkapitalisierung (3–30 Mrd. €). Dies zeigt, dass nicht der Mid-Cap-Bias der Strategie an sich der Performance-Treiber ist, sondern die Auswahl der *richtigen* Mid-Caps.

## Aktuelle Positionierung

Abbildung 2 zeigt die aktuellen Länder- und Branchengewichtungen des europäischen und des globalen Portfolios im Vergleich zu den jeweiligen Benchmarkindizes. Es sei darauf hingewiesen, dass diese dynamisch sind und sich bei den quartalsweisen Neubewertungen des Mehrfaktormodells und den damit verbundenen Umschichtungen ändern.

In der Länderallokation sind wir in Japan stark übergewichtet. Dem gegenüber steht ein sehr starkes Untergewicht in den USA. Das Europa-Portfolio zeigt keine extremen aktiven Abweichungen auf Länderebene; wir sind in den kleineren Ländern etwas übergewichtet zu Lasten der großen sowie in den skandinavischen Ländern zu Lasten Südeuropas. Auf Branchenebene favorisieren wir Investitionsgüter und Rohstoffe, in Europa zusätzlich zyklische Konsum-



**Tab. 2: Fundamentale Kennzahlen der Portfolios**

Fonds	Dividendenrendite	Kurs-Gewinn-Verhältnis	Kurs-Buchwert-Verhältnis	Gewinnwachstum
<b>FT Europa Dynamik Fonds</b>	3,07%	12,2	1,9	26,72%
<i>DJ Stoxx 600</i>	3,16%	13,2	2,2	21,53%
<b>FT Amerika Dynamik Fonds</b>	1,59%	13,0	2,3	57,46%
<i>S&amp;P 500</i>	1,85%	15,0	2,6	31,61%
<b>FT Nippon Dynamik Fonds</b>	1,16%	17,6	1,8	37,38%
<i>Topix 500</i>	1,05%	20,5	2,0	26,79%
<b>FT Global Dynamik Fonds</b>	2,22%	14,2	2,1	26,00%
<i>MSCI Welt</i>	2,23%	15,0	2,3	26,56%

**Quelle:** JCF, eigene Berechnungen  
Stand 13. Januar 2006

güter, global Finanzwerte. Dagegen stehen Untergewichte in Telekommunikations- und Technologiewerten sowie in Versorgern, Pharmatiteln, nichtzyklischen Konsumgütern und Energieaktien, d.h. das 2005 bestehende starke Übergewicht in Ölwerten ist inzwischen abgebaut worden.

Tabelle 2 zeigt schließlich einige fundamentale Bewertungskennzahlen kumuliert für die vier Portfolios und ihre Vergleichsindizes. Anhand der Kennzahlen Dividendenrendite, Kurs-Gewinn-Verhältnis und Kurs-Buchwert-Verhältnis sieht man, dass die Portfolios in der Regel etwas besser bewertet, also „billiger“ als der Vergleichsindex sind, die Portfolios haben daher einen leichten Value-Bias. Die Kennzahl Gewinnwachstum zeigt, dass sie auch einen leichten Growth-Bias haben, d.h. ein höheres Wachstum als der Vergleichsindex aufweisen.

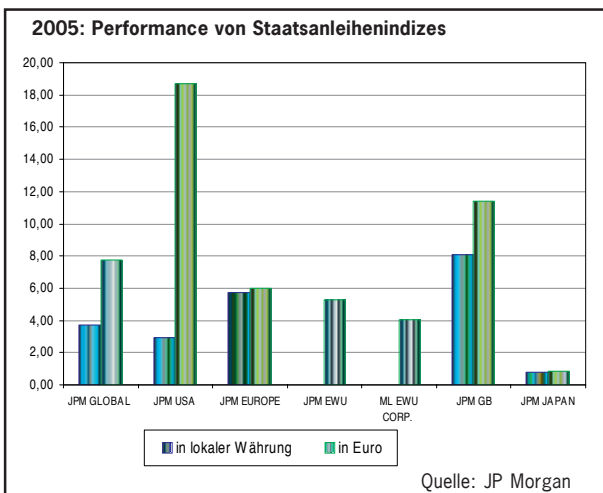
## **Fazit**

Die praktischen Erfahrungen mit dem Mehrfaktorenmodell von FRANKFURT-TRUST nach 18 Monaten sind sehr zufriedenstellend. Dieses Modell ermöglicht es uns, in einem breiten Anlageuniversum interessante Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren, so dass wir damit auf verschiedenen internationalen Aktienmärkten eine sehr gute Performance erzielen konnten.

*Dr. Carsten Große-Knetter*

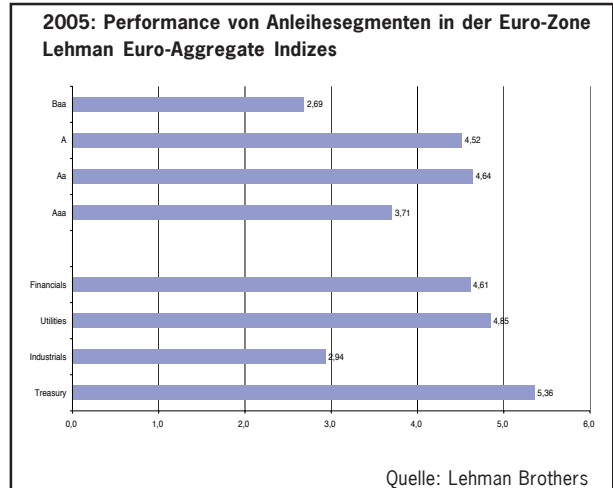
## Rückblick 2005: Fremdwährungsanleihen vorn

Erstaunlich gut war die Performance von Staatsanleihen im vergangenen Jahr – wieder einmal, bedenkt man die verhaltenen Einschätzungen vor Jahresfrist. So war – in lokaler Währung gerechnet – die Wertentwicklung der staatlichen Zinspapiere in der Euro-Zone mit 5,3 % aufgrund einer günstigen Marktentwicklung zum Jahresende letztlich höher als vielfach erwartet worden war.

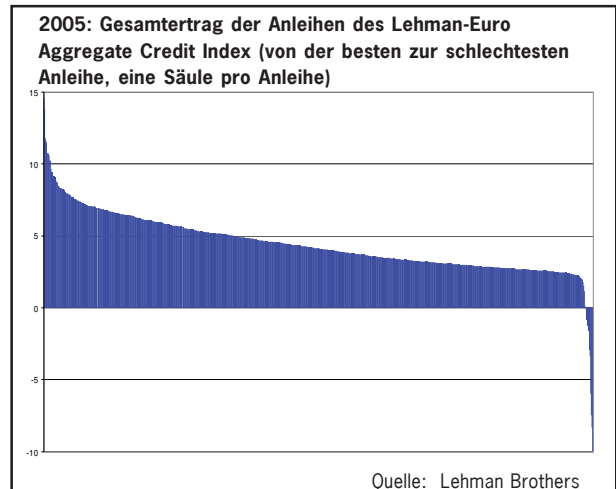


Noch größer waren die Erträge in Großbritannien, wo die ungünstiger gewordene konjunkturelle Entwicklung zu Leitzinssenkungen geführt und den Inhabern von Staatssteln einen Gewinn von über 8 % beschert hatte. Wer außerhalb der Euro-Zone investiert war und Währungsgewinne vereinnahmen konnte, der durfte sich in den angelsächsischen Märkten sogar an zweistelligen Wertzuwächsen erfreuen.

Die Wertentwicklung von Spreadprodukten ist im letzten Jahr hinter der von Staatsanleihen zurückgeblieben.



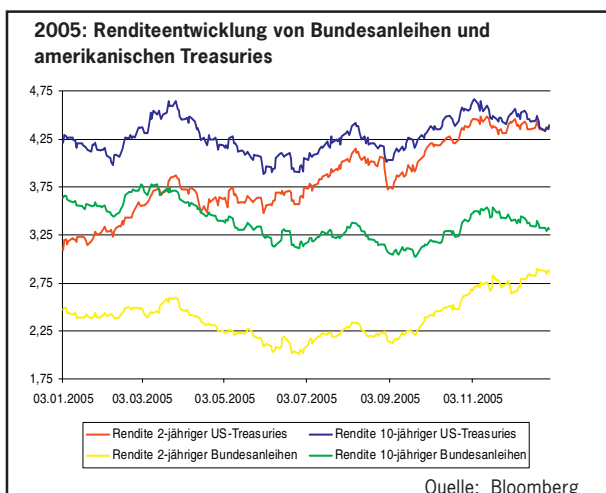
Im Schnitt wurde der Risikoaufschlag etwas höher, in einzelnen Bereichen – wie etwa längerlaufenden BBB-Titeln oder Automobilwerten – wurden sogar deutlich höhere Prämien in Rechnung gestellt. Erstaunlich hoch war die Streuung der Gesamterträge im Corporate-Markt.



Vorausgesetzt, Laufzeit und Emittent wurden richtig gewählt, konnten zweistellige Gesamterträge abgeschöpft werden; gelang dies nicht, kehrte sich das Vorzeichen aber um.

## Wechselspiele bei den Anleiherenditen

Rückblickend war die Bewegung an den Rentenmärkten reichlich unspektakulär, schwankten die Renditen 10-jähriger Treasuries doch nicht allzuviel um ein Niveau von  $4\frac{1}{4}$  %.



In der Euro-Zone wurde bereits im Frühjahr das Renditehoch erreicht, danach fielen die Renditen im Zuge eines ölpreisbedingten Konjunkturpessimismus zwischenzeitlich sogar bis auf 3 %.

Klarer war hingegen die geldpolitische Richtung. Die Fed hielt an ihrer Politik der kleinen Zinsschritte fest, so dass der amerikanische Leitzins bis auf 4,25 % angehoben worden ist. Im Dezember erhöhte auch die Europäische Zentralbank erstmals wieder ihren Leitzins auf 2,25 %. Die Leitzinserhöhungen in den USA als auch im Euroland bewirkten eine ausgeprägte Verflachung der jeweiligen Renditestrukturkurven.

## Neues Jahr – alte Prognosen?

In den letzten Jahren war das Urteil vieler Prognostiker zu Jahresbeginn oft eindeutig, wurden doch steigende Renditen an den Kapitalmärkten vorhergesagt. Unklar war dabei zumeist das Ausmaß des Zinsanstiegs. Auch jetzt sind die Einschätzungen von Rückschlägen an den Rentenmärkten

geprägt. Unsere Erwartungen sind dagegen optimistischer: Auch in 2006 lässt sich mit einer vernünftigen Positionierung auf der Renditekurve und breiter Diversifizierung – national wie international – mehr als auf dem heimischen Geldmarkt verdienen.

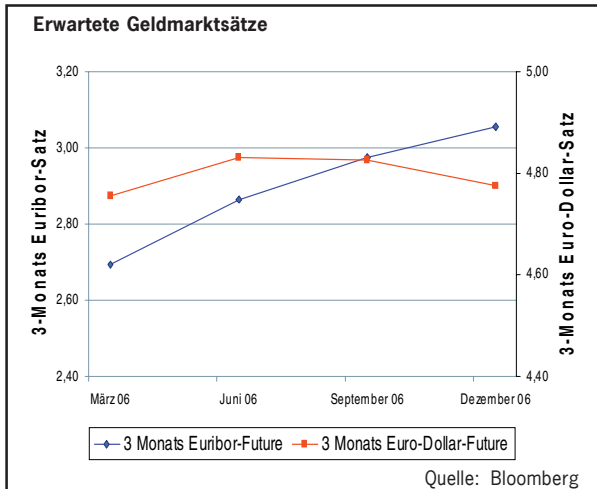
## Geldpolitik vor dem Hintergrund erreichter Preisstabilität

In einer Welt, in der Preisstabilität in den Währungsräumen der großen Notenbanken erreicht ist und sich die Geldpolitiker einer sehr hohen Glaubwürdigkeit erfreuen, stellt sich der Zinsanpassungsbedarf in einem anderen Lichte dar. Die monetäre Restriktion kann nämlich geringer ausfallen als in früheren Zeiten. Eine Rolle spielt hier auch, dass im Zuge der Globalisierung die Preise handelbarer Güter unter Druck stehen und die Preissetzungsmacht der Unternehmen begrenzt ist. Außerdem sind die Gefahren einer Lohn-Preis-Spirale gering. Je niedriger aber die tatsächlichen Preissteigerungsraten wie auch die erwarteten Inflationsraten sind und je geringer deren Volatilität ist, um so weniger restriktiv hat die Geldpolitik zu sein.

Eine für die Rentenmärkte wichtige Implikation des nur begrenzten Zinserhöhungsbedarfs ist, dass sich die niedrigeren durchschnittlichen Leitzinsen in niedrigeren nominalen wie realen Renditen gerade auch am langen Ende widerspiegeln werden. Demnach erwarten wir über das ganze Jahr gesehen die Renditen 10-jähriger US-Treasuries in einer Spanne von  $3\frac{3}{4}$  % bis zu gut  $4\frac{1}{2}$  %, die laufzeitgleichen Benchmarkrenditen in der Euro-Zone dürften sich in einer Spanne von 3 % bis  $3\frac{3}{4}$  % bewegen.

## Fed: Zinserhöhungen so gut wie beendet

Die amerikanische Notenbank selbst sieht ihre Zinspolitik mittlerweile nach einer ganzen Reihe von Zinserhöhungen nicht mehr als akkommodierend an.



Die Terminzinssätze beschreiben derzeit den Hochpunkt der Fed Funds Rate bereits für Juni bei dann erreichten 4  $\frac{3}{4}$  %. Mit anderen Worten: Für die Finanzmärkte ist der Zinszyklus abgeschlossen. Vielmehr beginnen schon jetzt Überlegungen, welche Geldpolitik im späteren Verlauf des Jahres angemessen erscheint. Zieht man hier eine tendenzielle Abschwächung der US-Wirtschaft in Betracht und unterstellt man zugleich das Ausbleiben inflationärer Impulse, bietet sich – gerade für eine Notenbank vom Zuschnitt der Fed, die Konjunktur und Inflation gleichermaßen als Zielvariablen hat – plötzlich Spielraum, die Zinspolitik wieder zu lockern. Die Bildung von Erwartungen hierüber reicht indes schon aus, um den amerikanischen Bondmarkt gerade im längeren Bereich zu beflügeln.

### EZB: Erste zögerliche Schritte – kommt mehr als gedacht?

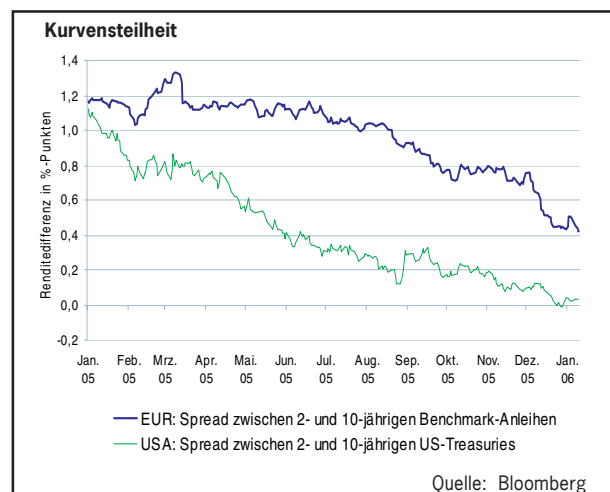
Reichliche Liquiditätsausstattung, hohe Kreditvergabe, ein sich aufhellendes konjunkturelles Umfeld, Inflationsraten leicht über dem gewünschten Niveau und reale Kurzfristzinsen von Null – das sind die Eckpunkte, denen sich die Europäische Zentralbank heute gegenüber sieht. Dies galt bereits im Dezember letzten Jahres und veranlasste die EZB zu einer ersten Zinserhöhung. Weitere Anhebungen des Notenbankzinses werden in diesem Jahr folgen. Die impliziten Terminalsätze für 3-Monatsgeld sehen bis Mitte dieses Jahres eine Anhebung um 50 Basispunkte voraus. Träfe dies so ein, hätte es weniger den Charakter eines neuen

geldpolitischen Zyklus als vielmehr die Züge einer geldpolitischen Normalisierung: Leitzinsniveau und makroökonomischer Datenkranz stünden dann in einem angemessenen Verhältnis zueinander.

Massivere Zinsanhebungen sind hingegen wenig wahrscheinlich, sie sollten jedoch nicht ganz aus dem Auge verloren werden. Denn sollten sich dynamischere konjunkturelle Kräfte zu entfalten beginnen – die jüngsten Konjunkturindikatoren sprechen mehr und mehr dafür –, rückten Zinserhöhungen über das jetzt bereits mehrheitlich erwartete Maß ins Blickfeld. Dies heißt jedoch auch, dass aufgrund dieser Politikunsicherheit am kurzen Ende der Renditekurve mit erhöhter Volatilität gerechnet werden muss.

### Trend zur Kurvenverflachung hält an

Der immer noch intakte Trend zu flacheren Kurven hat zyklische wie auch strukturelle Gründe.



Die Anhebung der Notenbankzinsen – das zyklische Moment – wirkt über die Geldmarktabhängigkeit des kurzen Endes der Renditekurve auf eine geldpolitisch induzierte Verflachung hin. Erst recht gilt dies bei stärkeren Zinsanhebungen der EZB. Zugleich sorgen höhere Leitzinsen jedoch auch dafür, dass sich die Inflationserwartungen nicht nur auf niedrigem Niveau einpendeln, sondern auch weniger volatil ausfallen. Dies wirkt dann in struktureller Weise auf den langen Bereich der Renditekurve ein. Bei gegebe-

ner realer Rendite schlägt dieser Effekt voll auf die nominale Rendite durch.

Auf den amerikanischen Rentenmarkt übertragen, würde eine weitere Verflachung zu einer Invertierung führen. Träfe unsere Einschätzung zu, dass im Jahresverlauf Zinssenkungen der Fed zur Diskussion stehen, dürfte eine inverse US-Kurve unumgänglich sein.

### **Durationsübergewicht in USA und Barbell-Positionen auf beiden Seiten des Atlantiks, internationale Diversifizierung so hoch wie möglich**

Maßvolle Zinserhöhungen der Notenbanken und flacher werdende Renditekurven sprechen noch immer dafür, ein Rentenportfolio mit einer Barbell-Struktur zu versehen. Demnach sollte vor allem das mittlere Laufzeitspektrum deutlich untergewichtet, geldmarktnahe Positionen und Langläufer jedoch entsprechend übergewichtet werden. Im Schnitt kann dann die Duration des Portfolios sogar länger als in den Benchmarks ausgerichtet sein. Die Ertragsersparungen liegen dabei für den amerikanischen Rentenmarkt über denen des Euro-Rentenmarktes, sofern die lokalen Erträge verglichen werden. Denn die in diesem Zyklus schlimmste Zeit für US-Renten scheint bereits hinter uns zu liegen, und zwar bereits, bevor die Fed ihre Zinserhöhungen zu Ende geführt hat: Das Renditetief für 10-jährige Treasuries lag im Sommer 2003 bei 3,1 %, das Renditehoch ein Jahr später bei 4,9 % – was einer Korrektur von immerhin 60 % entsprochen hat.

Gerade in Zeiten niedriger Renditen hierzulande lohnt die internationale Diversifikation um so mehr. Unter den bedeutenden Märkten besticht der Euro-Rentenmarkt nach Japan mit der niedrigsten Verzinsung. Die Renditekurven vieler Rentenmärkte in Osteuropa, im Dollarblock oder in Märkten wie Mexiko oder Südafrika liegen deutlich über dem Niveau hierzulande. In vielen dieser Länder ist davon auszugehen, dass sich die fundamentalen Daten zunächst weiter verbessern werden und somit die Konvergenz der nominalen Renditen nicht gestört wird. Zudem winken dort Währungsgewinne; diese waren in den letzten beiden Jahren sogar sehr beträchtlich. Korrekturen an den Währungsmärkten bieten hier gute Einstiegsmöglichkeiten.

### **Corporate Bonds in der Klemme**

Die Credit Spreads verharren zur Überraschung vieler auf bemerkenswert niedrigen Niveaus. Ob in diesem Jahr nun Ungemach droht, ist längst noch nicht ausgemacht. Zwar liegen die Risiken schon jetzt auf dem Tisch, allerdings dürfte ihre Durchschlagskraft alles in allem begrenzt bleiben.

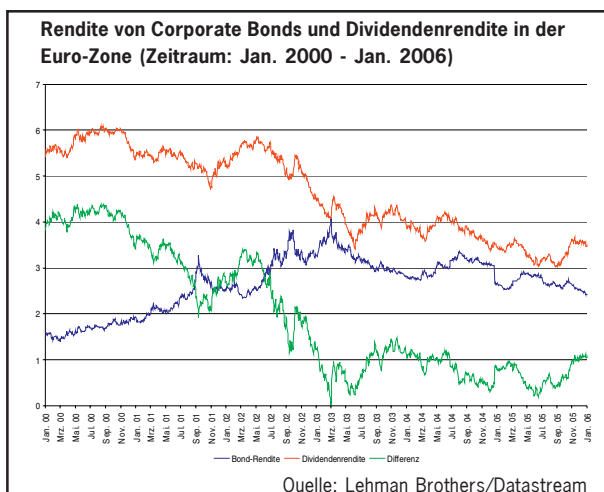
Der erste Faktor – das Default-Risiko – ist auch in diesem Jahr eher niedrig anzusetzen. Nach Studien von Moody's liegt auf Basis historischer Daten von 1970 bis 2004 die auf ein Jahr bezogene Default-Wahrscheinlichkeit für Baa-Corporates bei 0,16 %, für besser geratete Anleihen ist sie markant geringer. In einem breit diversifizierten Portfolio sollten Ausfälle in diesem Jahr – erst recht unter Berücksichtigung von Erholungswerten – keine Rolle spielen. Unter Zugrundelegung der genannten Werte lässt sich für den Gesamtmarkt ein Verlustpotenzial von zwei bis drei Basispunkten ableiten.

Ein weiteres Risiko liegt in Leveraged Buy-Outs (LBO). Die noch wenigen Beispiele des letzten Jahres zeigten, welchen gravierenden Einfluss ein LBO auf den Credit Spread haben kann. Denn die veränderte Kapitalstruktur – die Fremdfinanzierung wird aus Renditeüberlegungen dem Eigenkapital vorgezogen –, lässt das betroffene Unternehmen oftmals auf ein Single-B-Rating abrutschen. Kapitalverluste sind die Folge. Da Private-Equity-Fonds in diesem Jahr der Anzahl und dem Volumen nach wachsen werden, wird auch das Risiko von LBOs weiter zunehmen. Doch schon mit einem einfachen Raster lassen sich viele potenzielle Unternehmen aussondern. Denn am höchsten ist das LBO-Risiko bei börsennotierten, reifen Unternehmen mit möglichst stabilem Cash-flow und geringer Zyklizität, eher unterdurchschnittlichen Aktienerträgen und zumeist schwächer werdenden Finanzkennzahlen. Außerdem sind die Branchen Chemie, Telekommunikation und Automobilzulieferer diesen Risiken verstärkt ausgesetzt. Wer diese Überlegungen in seine Titelselektion einfließen lässt, hat ex ante den besten Schutz vor LBO-bedingten Kapitalverlusten.

Schließlich – und dies dürfte der größte Risikofaktor sein – gewinnt die Orientierung am *Shareholder-Value* an Bedeutung. Hierzu passt, dass nach mehreren Jahren zurückhaltender Ausschüttungen an die Eigentümer die Dividendenzahlungen wieder steigen und vermehrt Aktienrückkäufe getätigt werden. Diese Wende vom *De-Leveraging* zum *Re-Leveraging* lässt die Bonitätsänderungsrisiken wachsen; das Verhältnis von Upgrades zu Downgrades dürfte sich somit tendenziell verschlechtern. Verstärkt wird dieser Trend durch eine anziehende Aktivität bei Mergers&Acquisitions, die wiederum aus den mangelnden Möglichkeiten für organisches Wachstum und aus dem Zwang zur Marktconsolidierung erfolgen. Der Fall „Telefonica MMo2“ zeigt exemplarisch das Schnittmuster: Höhere Dividendenzahlungen werden nach erfolgter Übernahme in Aussicht gestellt, Aktienrückkäufe zugleich unvermindert weitergeführt und die Übernahme exklusiv durch Fremdkapital finanziert. Für sich genommen begünstigt dies die Aktie gegenüber Schuldtiteln desselben Unternehmens. Außerdem spricht ohnehin die im Schnitt geringer gewordene Differenz zwischen der Rendite für Unternehmensanleihen und der Dividendenrendite eher für ein Aktienengagement.

Alles zusammengenommen heißt dies, aus Vorsichtsgründen das Portfoliogewicht von Credits unter die Benchmarkgewichtung zu legen und die Spread-Duration ebenfalls defensiv zu gestalten. Denn der Risikopuffer ist bei geringen Spreads sehr schnell aufgezehrt. Darüber hinaus ist eine vernünftige Titelselektion – unter Beachtung der Überlegungen zu LBO und M&A – oberstes Gebot.

*Burkhard Allgeier*



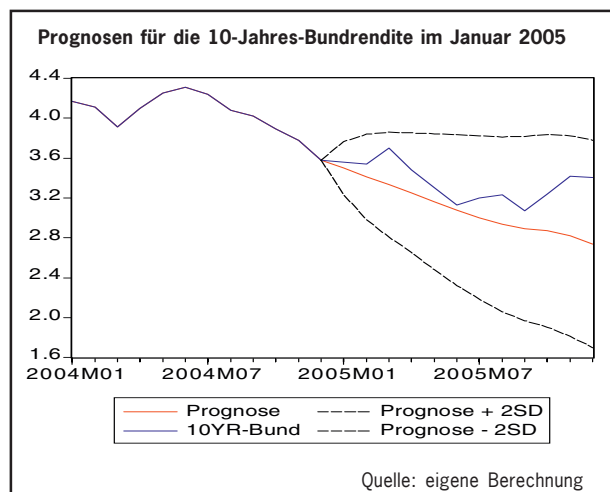
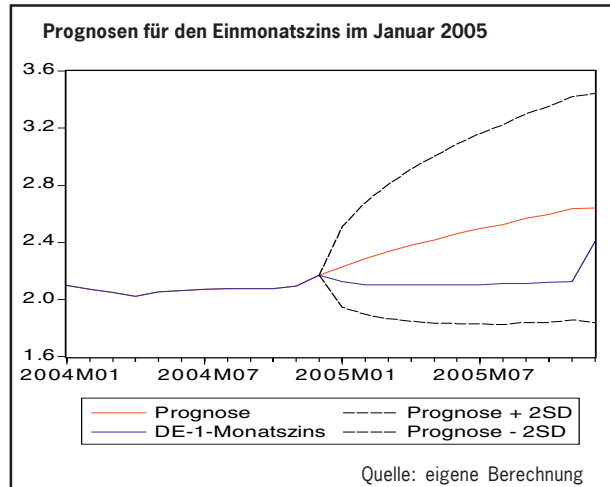
Für einige Emittenten ist die Differenz sogar schon negativ geworden, die Attraktivität der Aktie allein hiernach wäre also noch offensichtlicher.

## Rückblick und Ausblick

Steigende Leitzinsen, sinkende Kapitalmarktzinsen, Verflachung der Zinsstrukturkurve – das waren die zentralen Aussagen des FT-Zinsprognosemodells für den Euro-Rentenmarkt im Jahr 2005. Alle drei Vorhersagen haben sich von der Richtung her erfüllt. Teilweise deutlich wichen dagegen das Timing und das Ausmaß der prognostizierten Zinsentwicklung von dem dann tatsächlich eingetretenen Verlauf ab.

Für den Einmonatszins sah das Modell einen Anstieg um 35 Basispunkte bis Ende 2005 voraus. Diese Vorhersage hat sich fast punktgenau erfüllt, allerdings erst durch die Anhebung der Leitzinsen im Dezember. Für die 10-Jahres-Bundrendite wurde im Laufe des Jahres 2005 ein Rückgang von 3,65 % auf 2,95 % prognostiziert. Tatsächlich gingen die Renditen im Laufe des Jahres zurück und erreichten im September kurz die 3 %-Marke. Bis Mitte November stiegen die Zinsen dann allerdings kräftig auf über 3½ %, um dann bis Jahresende erneut auf rund 3,3 % zu sinken. Da die Entwicklung des kurzen und des langen Endes der Zinsstrukturkurve richtig antizipiert wurde, bestätigte sich auch die Vorhersage einer flacheren Kurve.

Hintergrund der Kapitalmarktzinsprognose des vergangenen Jahres war ein Szenario sich abschwächender Konjunktur und günstiger Inflationsdaten. Dieses Szenario bewahrheitete sich nur in der ersten Jahreshälfte 2005. In der zweiten Jahreshälfte stiegen die Inflationsraten aufgrund der stark gestiegenen Öl- und Rohstoffpreise deutlich an, während gleichzeitig die Wirtschaftsdynamik, insbesondere in den USA, überraschend robust war und in Europa die konjunkturellen Frühindikatoren zu steigen begannen. Die stabile US-Wirtschaft war der Grund, warum die Leitzinsen in den USA im zweiten Halbjahr stärker stiegen (bis auf 4¼ % im Dezember) als vom Modell zu Jahresbeginn vorhergesagt (rund 3¾ %). Das schlechteste Ergebnis lieferte das Modell bei der Prognose der US-10-Jahreszinsen. Statt des vorhergesagten deutlichen Rückgangs kam es sogar zu einem leichten Anstieg der Zinsen. Die weitere Verflachung der US-Kurve wurde vom Modell dennoch richtig vorausgesagt.



In den quantitativ gesteuerten Rentenfonds von FRANKFURT-TRUST werden aus den Zinsprognosen des Modells konkrete Durationsvorgaben konstruiert. Die Modell- und Durationssignale werden dabei monatlich aktualisiert. Bei quantitativen Benchmark-Mandaten wird die Duration relativ zum Vergleichsindex gesteuert, während bei Absolute-Return-Mandaten das vorgegebene Ertragsziel die Durationsstrategie bestimmt. Aufgrund der insgesamt guten Prognosequalität im vergangenen Jahr konnten die quantitativ gesteuerten Rentenfonds ihre Benchmark teilweise deutlich schlagen bzw. ihr Ertragsziel übertreffen. Spitzenreiter war ein Benchmark-Mandat mit einer Kalenderjahr-Performance von 5,9 %, das den Vergleichsindex iBoxx Collateralized, der es im gleichen Zeitraum auf 3,8 % brachte, um mehr als zwei Prozentpunkte übertraf.

Für 2006 prognostiziert das Modell eine leichte Abschwächung der konjunkturellen Dynamik in den USA im Laufe des Jahres und einen Rückgang der Inflationsraten. Dem entsprechend günstig fällt das Szenario für die US-Zinsen aus. Die Leitzinsen dürften demnach bei 4¾ % im 3. Quartal ihren Höhepunkt erreichen, was zwei weiteren Zinserhöhungen von jeweils 25 Basispunkten entspräche. Für das 4. Quartal ist dann sogar eine Leitzinssenkung möglich. Der 10-Jahreszins in den USA fällt in diesem Szenario auf rund 3¾ % bis Jahresende. Das Szenario für den Euro-Raum ist ähnlich, aber für den Rentenmarkt nicht ganz so günstig. Die Leitzinsen steigen demnach wie in den USA um weitere 50 Basispunkte, wobei im Gegensatz zu den USA die Gefahr eines stärkeren Anstiegs besteht. Der Kapitalmarktzins sinkt von seinem jetzigen Niveau um rund 25 Basispunkte bis Jahresende, wobei das Konfidenzniveau dieser Prognose in letzter Zeit deutlich gesunken ist.

Die Kernprognosen des Modells für 2006 sind deshalb weiter steigende Leitzinsen in der EWU und den USA, eine weitere Verflachung bzw. Inversion der Zinsstrukturkurve in beiden Regionen und eine deutliche Outperformance des US-Rentenmarkts gegenüber dem Euro-Markt.

*Dr. Christoph Kind*

## 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 Aktien-Prozess von FRANKFURT-TRUST konzentriert sich auf den europäischen Markt; Informationen für Deutschland-Portefeuilles werden daraus unter Einbeziehung weiterer nationaler (Unternehmens-) Daten abgeleitet. Die Modell-Portfoliokonstruktion basiert auf der STOXX-Indexfamilie. Die Titelauswahl erfolgt unter Einbeziehung quantitativer Verfahren und der Informationen des BCM-Research. Bewertungskennzahlen der Konsensus-Schätzungen werden miteinander und mit den aktuellen Entwicklungen der für die Unternehmen relevanten Daten abgeglichen. Qualitative Informationen werden ergänzend berücksichtigt. Die Ergebnisse des Mikro-Screenings werden den makroökonomischen Vorgaben gegenübergestellt und auf ihre Konsistenz in Bezug auf Branchen- und Faktorenschwerpunkte überprüft. Gegebenenfalls werden auf dieser Ebene Gewichtungsverschiebungen vorgenommen.

## 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

---

Die in dieser Stellungnahme geäußerten Ansichten geben die Meinung des Portfoliomanagements und des Research-teams 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 Informationen 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, Verarbeitung 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)