

Aktien Europa

Belastende US-Konjunkturdaten

Erdöl- und Rohwaren-Werte unter Druck

(awp) Die wichtigsten europäischen Aktienindizes haben am Mittwoch, belastet von überraschend negativ ausgefallenen amerikanischen Konjunkturdaten, sehr schwach geschlossen. Die Daten hätten die ohnehin bereits schlechte Stimmung noch weiter belastet, hiess es am Markt. Im Mai war die Beschäftigung im amerikanischen Privatsektor nach Angaben des Arbeitsmarktdienstleisters Automatic Data Processing (ADP) stärker als erwartet gesunken. Zudem hatte sich die Stimmung der Einkaufsmanager im Dienstleistungsgewerbe nicht so deutlich verbessert wie vorhergesagt. Auch der Auftragseingang der Industrie war unter den Prognosen der Volkswirte geblieben. Der europäische Leit-Aktienindex Euro Stoxx 50 verlor 2% auf 2483 Punkte. In Paris gab das Barometer CAC 40 2% auf 3309 Zähler ab. Der Londoner Aktienindex FTSE 100 fiel um 2,1% auf 4383 Punkte.

Die Aktien von Erdölunternehmen gerieten vor dem Hintergrund der abrupt gestoppten Rekordfahrt des «schwarzen Goldes» unter Druck. Nach der Veröffentlichung eines überraschenden Anstiegs der amerikanischen Vorräte war der Erdölpreis deutlich gefallen. Die Papiere von Repsol-YPF rutschten um 3,3% auf € 16.22 ab. Die Titel der französischen Total verloren rund 3% auf € 40.64. Die Aktien von Eni gaben 2,3% auf € 17.31 ab. Die Aktien von Rohwaren-Unternehmen litten deutlich unter dem Preisrutsch bei Kupfer. So gaben die Papiere von Vedanta rund 8% auf 1582 p ab und waren damit die Schlusslichter im britischen FTSE-100-Index. Die Titel von Xstrata verloren 6,4% auf 728 p, und die Aktien von Anglo American beendeten den Handel um rund 6% tiefer bei 1865 p.

In Paris rutschten die Papiere von Bouygues mit einem Minus von 7,9% auf € 28.07 an das Ende des CAC 40. Der französische Mischkonzern hatte nach einem überraschend deutlichen Gewinnrückgang im ersten Quartal 2009 seine Umsatzprognose für das ganze Jahr nach unten korrigiert. In London gaben die Aktien von British Airways um 3,8% auf 151 p nach. Die britische Fluggesellschaft hatte im Mai einen Rückgang der Gästezahl zum entsprechenden Vorjahreszeitraum um 7,3% auf 2,76 Mio. hinnehmen müssen. Auch die Auslastung der Flugzeuge war zurückgegangen.

Weitere Marktberichte Seite 28 und 29

Der Treasury-Markt sorgt für Unbehagen

Unterschiedliche Interpretationen der Folgen des Zinsanstieges

Als «angenehm nervös» bezeichnen Händler die derzeitige Stimmung an den Finanzmärkten. Angenehm, weil die Risikoprämien für Aktien und Bonds sinken, und nervös, weil die Renditen von Staatsanleihen steigen. Letzteres könnte etwa den Hypothekarmarkt arg belasten.

dek. New York, 3. Juni

Seit der Verschärfung der Finanzkrise im vergangenen Herbst versucht die US-Notenbank die Gefahr einer Deflation zu bändigen. Das ist ihr ziemlich gut gelungen: Kaum jemand an der Wall Street glaubt mehr daran, dass die Preise noch weiter fallen werden. Der Konsumentenpreisindex (CPI) mag zwar kurzfristig noch leicht zurückgehen, doch die Händler an der Wall Street sind davon überzeugt, dass die Inflation langfristig wieder zurückkehren wird. Davon betroffen ist etwa der Bondmarkt, wo die Renditen von Staatsanleihen jüngst stark gestiegen sind. Ebenfalls im Sog des «Reflation-Trade» befindet sich der Dollar, der im Vergleich mit anderen Weltwährungen an Terrain verloren hat. Auch am Rohwarenmärkte sind die Inflationssignale unverkennbar, zumal sich die Preise von Rohöl, Kupfer und Gold stark erhöht haben. Bisher sind die zunehmenden Inflationserwartungen in Wall-Street-Kreisen als positiv interpretiert worden. Doch die Wirkung von Inflationserwartungen kann sich schnell ändern und zur Last werden.

Höherer Risikoappetit der Anleger

Der markante Anstieg der Renditen von US-Staatspapieren macht zwar die Auguren nervös, doch alles in allem sind die Marktteilnehmer zufrieden damit. Der Renditeschub wird nämlich als Zeichen einer erhöhten Risikobereitschaft von Anlegern interpretiert. Diese verkaufen Treasuries, um das Geld in Papiere mit höheren Renditen anzulegen, etwa in Aktien oder in Anleihen von Unternehmen mit niedriger Bonität. Auch die Börsen in den aufstrebenden Märkten haben in den vergangenen Wochen sehr gut abgeschnitten, was unter anderem auf Umschichtungen von Treasuries in risikoreichere Anlagen zurückgeführt wird. Doch der Anstieg der Treasury-Renditen muss mit Vorsicht genossen werden. Solange die zehnjährigen Staatsanleihen mit Renditen von 3% bis 4% handeln, ist laut Analytikern wenig zu befürchten. Doch falls diese höher schiessen, könnte das zum Problem werden.

Ein Beispiel dafür ist der Hypothekenmarkt, der in den USA sehr eng mit dem Treasury-Markt verbunden ist. Tiefe Zinsen für Staatsanleihen bedeuten früher oder später auch tiefere Hypothekenzinsen. Mit dem Fall der Treasury-Renditen von rund 5% auf unter 3% im Frühjahr 2009 sind auch die Hypothekenzinsen stark gesunken. Das hat dem angeschlagenen US-Immobilienmarkt gut getan, zumal die Häuserpreise dank den tieferen Finanzierungskosten zumindest etwas Unterstützung erhalten haben. Insofern sind die Auguren zu Recht besorgt über den Anstieg der Treasury-Renditen, der sich wohl bald auch in höheren Hypothekenzinsen spiegeln wird. Und das ist dieser Tage gefährlich, weil die Stimmung an der Wall Street stark von der Gesundheit des Immobilienmarktes abhängt. Falls dort endlich eine Stabilisierung eintritt, dürften auch die Banken zur nachhaltigen Profitabilität zurückfinden. Doch falls die höheren Hypothekenzinsen die Erholung am Immobilienmarkt bremsen, wären weitere negative Folgen für die Bankenwelt und damit auch für die Finanzmärkte zu befürchten.

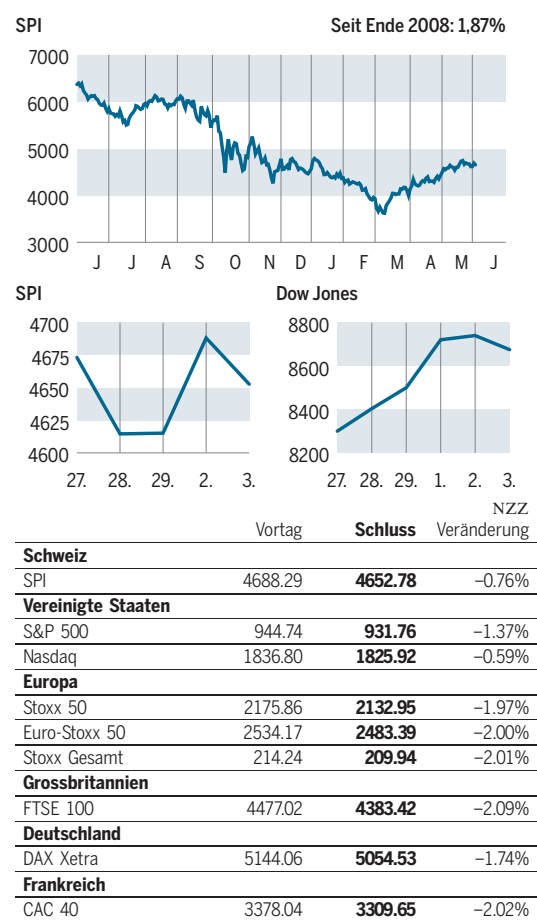
Sorgen um den Erdölpreis

Ebenfalls besorgt sind die Auguren über den markanten Fall des Dollars und die damit verbundene Verteuerung von Erdöl und anderen Rohwaren. Der Rückgang des Erdölpreises von 150 \$ je Fass Mitte 2008 auf unter 40 \$ im Dezember vergangenen Jahres ist von Wall-Street-Ökonomen zu Recht als «grösstes Konjunkturstimulierungspaket» bezeichnet worden. Besonders in der von Erdöl abhängigen US-Wirtschaft hatte ein solcher Rückgang der Inputpreise eine enorme Stimulierungswirkung. Doch der Erdölpreis ist wieder im Steigen begriffen und bringt damit auch Gefahren für die zerbrechliche US-Konjunktur mit sich. Falls sich die Entwicklung fortsetzt, werden auch die Benzpreise wieder hochschnellen, was etwa die Nachfrage nach Autos dämpfen dürfte. Der höhere Erdölpreis ist laut Analytikern auch eine Folge der inflationären Konjunkturprogramme der USA und anderer Länder. Wenn so viel Geld in die Wirtschaft gepumpt wird, ist damit zu rechnen, dass sich Rohwaren wie Erdöl oder Kupfer verteuern. Als Warnsignal für inflationäre Tendenzen gilt auch, dass der Goldpreis weiter steigt. Solange die Preise langsam zunehmen, ist die Lage laut Händlern durchaus tragbar. Gefährlich könnte es werden, wenn die Rohwarenpreise plötzlich explodierten.

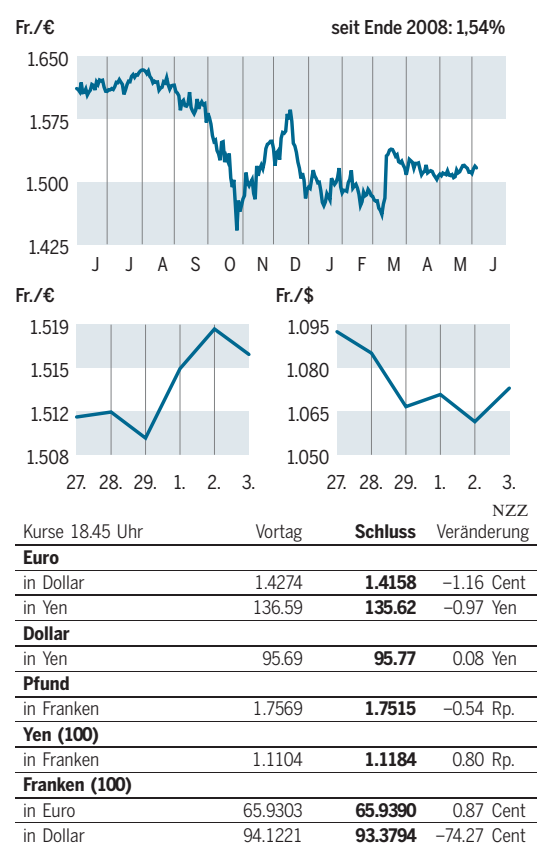
Kennzahlen auf einen Blick

| | Vortag | Schluss | Veränderung |
|-------------------------------|---------|---------|-------------|
| SMI | 5432.22 | 5384.71 | -0.87% |
| Dow Jones | 8740.87 | 8675.88 | -0.74% |
| Nikkei 225 | 9704.31 | 9741.67 | +0.38% |
| Euro in Franken (18.45 Uhr) | 1.5166 | 1.5164 | -0.02 Rp. |
| Dollar in Franken (18.45 Uhr) | 1.0626 | 1.0711 | +0.85 Rp. |
| Erdöl (WTI, in \$) | 68.55 | 66.12 | -2.43 \$ |
| Gold (Fr./kg) | 33655 | 33290 | -365 Fr. |

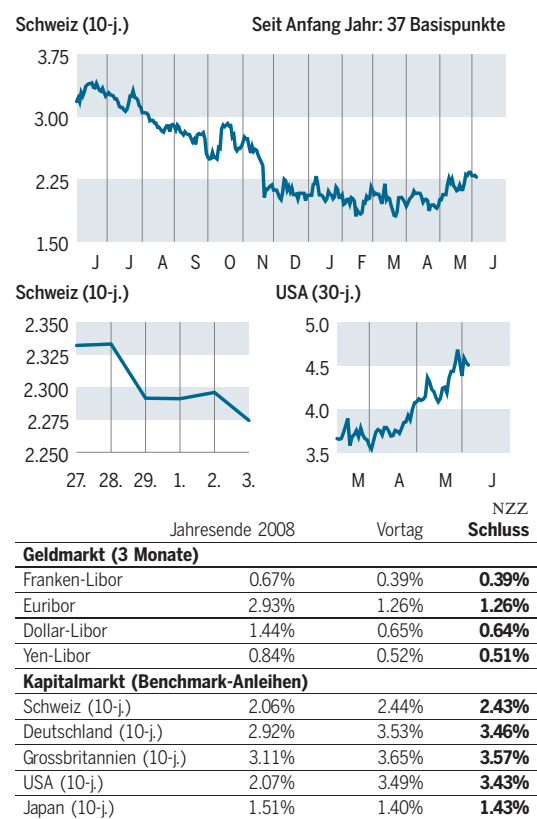
Aktienmärkte



Devisenmärkte



Geld- und Kapitalmärkte



Die Liquiditätsrisiken von Hedge-Funds lassen sich oft einfach messen

Die Korrelation und der Anteil von Anlagen in Small-Cap-Werten als Indikatoren

Von Thomas Flegner*

Für viele Hedge-Funds ist Illiquidität ein wichtiger Rendite-Treiber. Was sich bei steigenden Märkten oft als Segen in Form einer Mehrrendite erweist, kann in turbulenten Zeiten zum Fluch werden. Die Korrelation und der Anteil von Anlagen in Small-Cap-Werten sind einfache Indikatoren, mit denen Anleger das Illiquiditäts-Risiko beurteilen können.

Die Messung von Illiquidität und die damit verbundene Risikobewertung sind Gegenstand intensiver, teilweise kontrovers geführter Debatten. Da Liquidität ein nicht direkt beobachtbarer Faktor ist, konzentrieren sich die Diskussionen unter anderem auf die Frage nach einem möglichst repräsentativen Stellvertreter. Bei der Beurteilung des Liquiditätsrisikos traditioneller Anlagen wie Aktien und Obligationen, die an geregelten Märkten gehandelt werden, konstruiert man den Grad der Liquidität häufig mit Daten zur Geld-Brief-Spanne und zum relativen Handelsvolumen. Diese Variante steht prinzipiell auch für Hedge-Funds-Strategien zur Verfügung, die in Aktien oder Anleihen anlegen. Leider kann ein Investor die so gewonnenen Resultate nicht nachvollziehen, da ihm detaillierte Kenntnisse der jeweiligen Portfolios fehlen.

Hohe Autokorrelation als Indiz

Abhilfe könnten zwei Methoden schaffen, die unabhängig von der Strategie sind und frei zugängliche Daten, wie etwa Hedge-Funds-Renditen, nutzen. Die eine basiert auf der Analyse der

Autokorrelation in der Rendite-Reihe eines Hedge-Funds. Die andere untersucht die Marktkapitalisierung der Fonds. Diese zeigt sich in der Renditedifferenz zwischen Large-Cap- und Small-Cap-Indizes.

Gemäss der Hypothese effizienter Märkte sollten die Renditen von Hedge-Funds rein zufällig sein. Wie sich aber in der Vergangenheit gezeigt hat, stehen Renditen zueinander in einer mehr oder minder starken statistischen Abhängigkeit, oder – wie man auch sagt – sie sind autokorreliert. Autokorrelation in Hedge-Funds-Renditen wird durch verschiedene Quellen verursacht, zum Beispiel durch die Ausnutzung von Ineffizienzen an Märkten oder den Einsatz von Fremdkapital («leverage»). Statistische Untersuchungen haben jedoch ergeben, dass einzig Illiquidität den Grad der Autokorrelation erklären konnte. Wie erzeugt nun Illiquidität Autokorrelation? Für illiquide Hedge-Funds-Anlagen, die nicht aktiv gehandelt werden, sind Marktpreise oft nicht verfügbar. In solchen Fällen greift der Hedge-Funds-Manager auf sogenannte Preisextrapolationen, Mark-to-Model-Methoden und eine Reihe anderer Hilfsmittel zurück, die alle in der Lage sind, über eine bewusste oder unbewusste Renditeglättung eine Autokorrelation zu erzeugen. Volatilität bei Renditen von Aktienstrategien wie «long-short equity» kann also durchaus ein Indiz erhöhter Liquidität sein.

Untersucht man die Autokorrelation in verschiedenen alternativen Strategien über Perioden mit unterschiedlichen Marktbedingungen, so stellt man fest, welche Auswirkungen diese auf die Liquidität der Strategie hatten. Bestimmt man die Autokorrelationen über einen Zeitraum von zwei Jahren bis Januar 2007 (während einer hoch liquiden Phase) und über einen gleich langen Zeitraum bis Januar 2009 (als Liquidität teilweise nicht vorhanden war), stellt man fest, dass sich die Autokorrelation zum Beispiel für Schwellenländer-Strategien von Hedge-Funds von ungefähr 0% auf 45%, für notleidende Wertpapiere («distressed securities») von 30% auf 59% und für Strategien mit festverzinslichen Wertpapieren von 21% auf 49% erhöhte. Dies deutet auf eine erhebliche Verschlechterung der Liquiditätsbedingungen bezüglich dieser Strategien hin.

Es lässt sich auch erkennen, dass aktienbasierte Strategien wie «long-short equity», «equity market neutral», aber auch zum Beispiel Trend-

folgesysteme im Allgemeinen eine weniger stark ausgeprägte Autokorrelation ihrer Rendite-Reihen aufweisen und somit generell ein geringeres Liquiditätsrisiko haben. Dies liegt vor allem daran, dass für die Anlageinstrumente dieser Strategien zumeist Marktpreise verfügbar sind. Am anderen Ende des Spektrums gibt es Strategien, die immer eine relativ hohe Autokorrelation aufweisen. Die Strategie «convertible arbitrage» ist mit Werten von oft über 50% dafür ein Beispiel.

Ausfallrisiken mit illiquiden Strategien

Ein ähnliches Bild ergibt sich, wenn man das «exposure» zur Marktkapitalisierung analysiert, die in der ökonomischen Literatur als Liquiditätsmass beschrieben wird. Zunächst einmal fällt auf, dass die meisten Hedge-Funds-Strategien so positioniert sind, dass ihr Renditeprofil demjenigen ähnelt, das durch Wetten auf steigende Aktien von kleineren und mittelgrossen Werten («small caps») und fallende Titel von grosskapitalisierten Werten («large caps») erzielt würde. Ausnahmen zeigen sich erwartungsgemäss bei der Strategie «Leerverkäufe» sowie teilweise bei «convertible arbitrage» und «Trendfolge». In den betrachteten Zeiträumen verschlechtert sich die Liquidität der Strategie teilweise erheblich, mit Ausnahme von «long-short equity», «Trendfolge» und «Global Macro».

Jede Hedge-Funds-Anlagestrategie weist ihr spezifisches Liquiditäts-Muster in Reaktion auf sich ändernde Marktbedingungen auf. Illiquide Strategien können durchaus über einen Zeitraum bessere Renditen aufweisen, zugleich bergen sie jedoch auch Ausfallrisiken, wie die jüngste Vergangenheit gezeigt hat. Auch Einzelfonds haben verschiedene Liquiditäts-Muster, die bei der Auswahl von Hedge-Funds berücksichtigt werden sollten. Investoren können die vorgestellten Methoden mit relativ geringem Aufwand implementieren, um damit die Dynamik der Liquidität von Einzelfonds im Rahmen des Risikomanagements zu beurteilen. Bei Hedge-Funds ist das von besonderem Interesse, da detaillierte Informationen über die Portfoliozusammensetzung nicht ohne weiteres verfügbar sind. Zudem sind Hedge-Funds-Portfolios oft so komplex, dass andere Methoden nicht praktikabel sind.

* Dr. Thomas Flegner arbeitet bei der auf Long-Short-Strategien spezialisierten BrunnerInvest in Zürich.

INHALT

| | |
|---------------------------|----|
| Marktübersicht/Devisen | 28 |
| Aktien Schweiz | 29 |
| Aktien Europa/Eurex | 30 |
| Aktien Amerika | 31 |
| Aktien Asien und Rohwaren | 32 |
| Optionsscheine | 33 |
| Obligationen/Zinsen | 34 |