

«Aktienmärkte gewinnen weiter an Stärke»

JACQUES E. STAUFFER Der Leiter Asset Management des Zürcher Vermögensverwalters Parsumo Capital sieht deutlich verbesserte Perspektiven für Aktienanlagen

Risiken meiden, Opportunitäten nutzen – so lautet das Konzept, mit dem Parsumo Capital zum Anlageerfolg kommen will. Insbesondere gilt es Turbulenzen, grössere Markteinbrüche, zu antizipieren. Wer nur schon einen Teil der sogenannten Tail Risks vermeiden kann, wird eine deutliche Performanceverbesserung erzielen. Parsumo hat Risikoindikatoren entwickelt, mit denen sich Markteinbrüche antizipieren lassen (vgl. FuW Nr. 83 vom 19. Oktober 2011). Wie hoch ist heute das Risiko neuer Turbulenzen?

Herr Stauffer, seit Wochen verhalten sich die Aktienmärkte erstaunlich freundlich und reagieren gelassen auf schlechte Nachrichten. Trügt die Ruhe?

Schlechte Nachrichten werden heute viel besser absorbiert, als dies vor acht Monaten der Fall war, und positive Nachrichten werden ausgewogen honoriert. Es gibt gute Gründe für eine Fortsetzung dieses Verhaltensmusters. Insofern unterscheidet sich die heutige Situation von der trügerischen Ruhe im ersten Semester 2011.

Sie und Ihr Unternehmen gelten als Spezialisten für turbulente Märkte. Was sagen Ihre Indikatoren heute – ist jederzeit mit neuen grösseren Turbulenzen zu rechnen?

Das Phänomen von Marktturbulenzen wird es auch in Zukunft geben. Als Turbulenzen bezeichnen wir deutliche Rück-

In Erwartung künftiger Marktturbulenzen müssen die Portefeuilles krisenresistenter strukturiert werden.

schläge an den Kapitalmärkten, die überraschend und länger dauern und schmerzliche Verluste zur Folge haben. Solche Ereignisse können die gute Arbeit mehrerer Jahre zunichtemachen, und die Folgen sind oft weitreichend. Konjunkturdaten sind zur Antizipation solcher Ereignisse nur bedingt hilfreich. Eine ausserordentlich werthaltige Ergänzung dazu sind die Informationen aus den Märkten selbst und aus den Verhaltensmustern der Teilnehmer. Heute signalisieren beide eine ruhigere Phase mit steigenden Aktienmärkten. Mittelfristig wird es allerdings regelmässig weitere Turbulenzen geben.

Was könnte der auslösende Faktor sein?

Meine Antwort wird Sie enttäuschen: Den auslösenden Faktor kann ich nicht voraussagen. Zwei Dinge sind hingegen klar: Erstens wird er aus einem Bereich kommen, von dem heute niemand spricht, zweitens wird er die meisten Teilnehmer überraschen. Diese Elemente sind die

Voraussetzungen für einen massiven Einbruch an den Finanzmärkten. Es gilt nun, sich darauf vorzubereiten und eine Art Prophylaxe vorzunehmen, indem man Portfolios krisenresistenter strukturiert.

Was sagen Ihre Indikatoren?

Nach einer ruhigen, seitwärts gerichteten Bewegung im ersten Halbjahr 2011 haben die Indikatoren im Juli 2011 deutlich angezogen. Es waren eine markante Erhöhung der Marktfragilität und eine ernstzunehmende Versteifung der Verhältnisse festzustellen. Die Märkte reagierten im Juli plötzlich äusserst sensibel auf negative Meldungen. Wir haben unsere Positionierung daraufhin weit konservativer ausgerichtet und das Risikobudget stark reduziert. In den vergangenen Monaten haben sich die Indikatoren nun aber merklich beruhigt, und wir haben unsere Positionierung in den letzten drei Monaten dezidiert zugunsten von Sachwerten verändert.

Wie sind Ihre Erfahrungen mit Ihren Indikatoren? Sind sie zuverlässig wie ein seismisches Gerät, das Schockwellen misst?

In unserem Asset-Management-Ansatz stellen die Indikatoren einen wichtigen Faktor dar, sind aber nur ein Teil, um turbulente Zeiten besser zu durchstehen. So ist ein integraler Bestandteil auch die richtige Diversifikation der Portfolios. Das klingt trivial, ist in der Praxis aber komplex, da in Extremsituationen, wie wir alle erfahren haben, die positiven Seiten der Diversifikation wegbrechen und ein Grossteil der Märkte parallel nach unten gezogen wird. Gleich einem Fiebermesser oder einem Seismographen zeigen die Indikatoren an, wenn die Finanzmärkte sich in einem fragilen Zustand befinden. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit eines Rückschlags markant.

Wie bringen Sie das fundamentale wirtschaftliche Umfeld in Ihr Modell zur Antizipation des Turbulenzenrisikos?

Wir beobachten konjunkturelle Entwicklungen und die sich daraus ergebenden Risiken und vergleichen diese Erkenntnisse mit den Ergebnissen unserer Risikoanalyse. In vielen Fällen bekräftigt das unsere Haltung, in anderen hat diese Abstimmung den Vorteil, dass wir nicht durch Nebeneffekte getäuscht werden. Im ersten Halbjahr 2009 hätte uns das konjunkturelle Umfeld kaum Anlass gegeben, in den Aktienmarkt zu investieren. Die deutliche Beruhigung des systemischen Risikos gab uns aber einen deutlichen Hinweis darauf, dass sich die Märkte auf dem Weg der Besserung befinden und an Stärke gewinnen. Das war für uns Anlass, die damaligen fundamentalen wirtschaftlichen Einschätzungen unseren Markteinschätzungen hintanzustellen und frühzeitig wieder in den Aktienmarkt einzusteigen.



Jacques E. Stauffer: «Eine deutliche Beruhigung des systemischen Risikos.»

Wie beurteilen Sie heute die Marktverfassung? Lohnt es sich, mehr Risiken einzugehen, mehr Aktien zu kaufen?

Sie verbessert sich stetig. Wir begründen diese Aussage mit folgenden Beobachtungen: Der Marktanstieg der letzten Monate ist breit abgestützt. Gute Nachrichten führen zu moderaten, breit abgestützten Avancen. Alte Verhaltensmuster der vergangenen Turbulenz verlieren zusehends ihre Gültigkeit. So scheint ein steigender Dollar nicht mehr mit einem Rückgang der Aktienmärkte und der Rohstoffe einherzugehen. Das sind klare Hinweise auf eine gestärkte Konjunktüreinschätzung der Anleger. Nach unserer Einschätzung sind wir in ein neues Marktregime übergegangen – ein Regime, geprägt von positiven Renditen und tieferer Volatilität.

Kann man sich somit wieder längerfristig in Aktien binden?

Nach langen Dürrezeiten folgen in der Regel regenreiche und prosperierende Jahre. Wir vertreten die Ansicht, dass Aktien langfristig die beste Rendite abwerfen.

Zur Person

Jacques E. Stauffer ist Gründungspartner und Managing Director der unabhängigen Zürcher Asset-Management-Gesellschaft **Parsumo Capital**, die zusammen mit der Bostoner Windham Capital 1 Mrd. \$ verwaltet. Parsumo Capital sieht sich primär als Risikomanager. Vorab geht es darum, **frühzeitig Marktturbulenzen zu antizipieren**. Zu diesem Zweck wurden zwei Indikatoren entwickelt, der **Systemic Risk Index** und der **Turbulence Index** (vgl. Grafik). Demnächst wird mit dem **Partact Dynamic Strategy Fund** einen Schweizer Fonds für qualifizierte Anleger lanciert, der die Parsumo-Strategie umsetzen wird. **FS**

Aus welchen Überlegungen?

Vier Gründe sprechen für diese These: Wegen der rekordtiefen Zinsen sind viele Investoren auf der Suche nach neuen Anlagemöglichkeiten mit höherer Rendite. Ein Anstieg der Zinsen würde diesen Pro-

Wir sind in einem neuen Marktregime, geprägt von positiven Renditen und tieferer Volatilität.

zess, aus den Obligationenmärkten in andere Anlageklassen zu wechseln, markant beschleunigen. Ferner halten Anleger heute rekordtiefe Aktienquoten. Seit der Finanzkrise ist ein fundamentaler Entschuldungsprozess vonstattengegangen. Dies führt zu einer behutsamen Genesung des Systems und einer neuen, vorteilhafteren Beurteilung der Aktien. Die Demo-

kratisierungsprozesse in den ehemaligen Herrscherstaaten entwickeln sich in der Mehrheit positiv. Erfahrungsgemäss zeichnen aufstrebende, sich öffnende Märkte ausserordentliches Wachstum und geben der Weltwirtschaft zusätzlichen und anhaltenden Stimulus. Viertens: Unsere Wahrnehmung ist aus der Perspektive der Old Economies und aufgrund der Finanzkrise zu pessimistisch. Dies ist angesichts der einschneidenden Ereignisse in Europa und in den USA auch verständlich. Das Wachstum der Weltwirtschaft verlagert sich von Europa und den USA zusehends in die aufstrebenden Märkte, es ist nachhaltig und – obwohl viele Europäer es nicht wahrhaben wollen – Realität.

Welches sind die Konsequenzen?

Die Chancen dieses Ausgleichs, des neuen Gleichgewichts und der Erweiterung der Märkte, stimmen uns für das Wachstum der Weltwirtschaft positiv. Die Aktienmärkte werden sich in den kommenden Jahren aufgrund dieser sich gegenseitig unterstützenden Faktoren gut entwickeln. Allerdings wird dieser Anstieg kaum ohne Rückschläge, auch grössere, stattfinden. Damit eine überdurchschnittliche Rendite erzielt werden kann, ist es entscheidend, das Risikobudget subtil zu steuern und die Aktienquote zum richtigen Zeitpunkt zu erhöhen oder zu reduzieren.

Wenn mehr Aktien – welche Bereiche kommen besonders in Betracht?

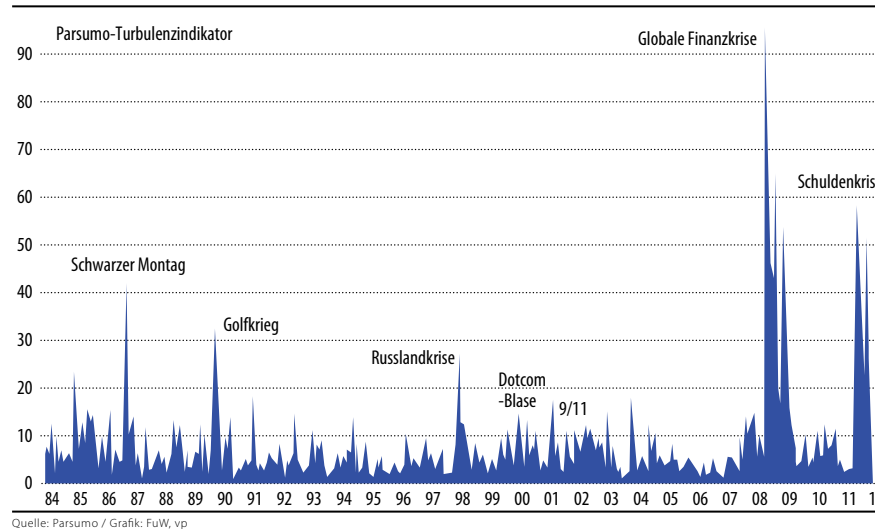
Wir favorisieren grosskapitalisierte Werte und sind, was Value und Growth betrifft, ausgewogen positioniert. Wir meiden Märkte und Indizes mit hohen Finanzwertanteilen. Weiter sind für die Bereiche Nahrungsmittel, Immobilien und Energie zuvorsichtig gestimmt.

Die Furcht vor heftigen und unerwarteten Turbulenzen hält viele Anleger von einer grösseren Aktienquote ab. Müssen Aktienanleger mit Turbulenzen leben können?

Die Aktienmärkte konnten die Erwartungen der Anleger in den letzten zehn Jahren kaum erfüllen – eine denkbar ungünstige Ausgangslage, könnte man meinen. Dies sollte Investoren aber nicht grundsätzlich von Aktien abhalten. Wichtig ist es aber, die richtigen Mittel zu haben, um die richtige Höhe des Aktienengagements besser abschätzen zu können. Kann man das nicht, hilft nur eine langfristige Denkweise oder eine konstant tiefe Aktienquote, mit entsprechend tiefer Rendite. Da sich aber immer mehr Anleger des ungünstigen Risiko-Chancen-Profiles der Obligationenmärkte bewusst werden, insbesondere in einem Szenario mit steigenden Zinsen, sehen wir ein starkes Interesse an der Frage, wie man die heftigeren Turbulenzen von Sachwerten angeht.

INTERVIEW: FRANZ SCHNEIDER

Marktturbulenzen 1984 bis 2012



Quelle: Parsumo / Grafik: FuW, vp

Standards zur Performancemessung als Chance

Globale Regeln zur Berechnung und Präsentation der Rendite helfen Anlagefirmen – Prozesse und Definitionen entscheidend

MIRIAM MUNARI UND WOLFGANG MARTY

Für den Laien mag die Renditemessung trivial erscheinen, aber Fachleute müssen sich mit Schwierigkeiten herumschlagen, die von den benutzten Preisen bis hin zu den verschiedenen Methoden der Performanceberechnung reichen. Die weitverbreiteten Global Investment Performance Standards (GIPS) geben allgemein gültige Richtlinien vor und ermöglichen Anlegern oft erst die Vergleichbarkeit von Portfolios. Doch auch die Investmentfirmen profitieren von den Standards.

Das Vertrauen vieler Anleger wurde durch die massiven Verwerfungen in der Finanzbranche verspielt. GIPS ist eine Chance, dieses Vertrauen wiederherzustellen. Die GIPS-Vorgaben unterstützen Unternehmen, Prozesse zur Renditemessung zu definieren und einzuhalten. Die globalen Standards geben nicht nur Methoden zur Performanceberechnung vor, sondern bringen durch zusätzliche Anforderungen mehr Transparenz und Konsis-

tenz in die Investmentstrategie. Dies soll nun auch Investoren in alternativen Anlagen wie Hedge Funds, Immobilien und Private Equity zugutekommen.

Regeln für Hedge Funds

Für den Vermögensverwalter ist es eine zeitraubende Arbeit, die Strategie eines Hedge Funds zu analysieren und sicherzustellen, dass der Fondsmanager die angesagte Anlagestrategie umsetzt. Für einen nichtinstitutionellen Anleger ist es sogar schlichtweg unmöglich, nachzuvollziehen, welche Strategie ein Hedge Fund Manager tatsächlich implementiert. Diesem Mangel an Transparenz hat sich GIPS mit einer neuen Version angenommen, die zusätzliche Regeln für Immobilien und Private Equity definiert. Zudem soll dieses Jahr ein neuer Standard in Kraft treten, der Strategien und Strukturen von alternativen Anlagen regelt.

Da die GIPS jedoch oft nur Rahmenbedingungen festlegen, ist die Umsetzung für Investmentgesellschaften trotzdem

nicht eindeutig und somit oft schwierig. Die Standards verlangen beispielsweise die Deklaration des Gebrauchs von Hebeleffekten (Leverage) in den Anlagestrategien. Doch wie kann die Hebelung von Investitionen definiert werden? Innerhalb der GIPS-Komitees gab es bereits diverse Definitionsversuche, die jedoch erfolglos blieben.

Transparente Strategien

Trotzdem sind Unternehmen, die den GIPS folgen wollen, verpflichtet, Hebelungen zu deklarieren. Sowohl Hebelung wie auch Leerverkäufe bedeuten für verschiedene Anlagestrategien unterschiedliches. Der Portfoliomanager ist gezwungen, die Anlagestrategie transparent festzulegen. Leverage kann etwa so definiert werden, dass das Exposure der Investitionen signifikant über dem Portfoliowert liegt. Ein Leerverkauf kann heissen, dass das Exposure zu einem Finanzinstrument negativ, also «short», ist. Feste Definitionen der Anlagestrategien und deren Einhal-

tung bringen für den Anleger, den Auditor und den GIPS-Verantwortlichen im Unternehmen Transparenz und somit eine Kontinuität der Investitionsstrategie.

Die Umsetzung von GIPS im Alltag und die Aktualisierung des notwendigen Know-hows kann unter Umständen zeit- und anspruchsvoll sein. Die GIPS zwingen das Unternehmen, interne Prozesse zu definieren und an verwendeten Begriffen festzuhalten. Hat sich ein Unternehmen jedoch einmal auf Begriffsdefinitionen und Prozesse geeinigt, hat sich die Transparenz nicht nur für potenzielle Anleger, sondern auch für die internen Prozesse verbessert. Dies führt zu erhöhter Effizienz sowie gezielter Risiko- und -überwachung im gesamten Anlageprozess. GIPS sind also eine Chance für die Investmentbranche.

Miriam Munari ist Mitglied der GIPS-Expertengruppe der Schweizerischen Bankiervereinigung. Wolfgang Marty amtiert als Präsident der Obligationenkommission Schweiz.

Kurz notiert

Inseln zahlen IWF-Schulden zurück: Der Inselstaat tilgte vorzeitig 443 Mio. \$ der während der Finanzkrise beim Internationalen Währungsfonds (IWF) aufgenommenen Kredite im Gesamtwert von 2,15 Mrd. \$. Die Rückzahlung wäre erst 2013 angestanden. Zusätzlich wurden 336 Mio. € an Krediten der skandinavischen Länder zurückgezahlt.

Hundertjährige Gilts geplant: Zum ersten Mal seit dem Ersten Weltkrieg will die britische Regierung gemäss Schatzmeister George Osborne wieder Anleihen mit hundertjähriger Laufzeit emittieren. Dadurch können die rekordtiefen Zinsen langfristig zur Finanzierung genutzt werden. Dreissigjährige Gilts rentieren derzeit 3,49%.

China kauft US-Staatsanleihen: Zum ersten Mal seit Juli letzten Jahres kauft die Volksrepublik wieder Treasuries. Gemäss der Statistik des US-Finanzministeriums kauften die Chinesen für 83 Mrd. \$ Anleihen, damit besitzt Peking 1,16 Bio. \$ an US-Staatsschulden. Der Bestand ist weiterhin geringer als zum Höchst von 1,31 Bio. \$ im Juli. Auch Japan, auf dem zweiten Platz der Gläubiger, stockte Treasuries auf und besitzt davon nun 1,08 Bio. \$.