

Aktien Europa

Ausblick drückt Nokia-Titel um rund 15 Prozent

Anhaltende Avancen der Leitindizes

(Bloomberg/Reuters) Die Aktien von Nokia haben am Donnerstag 14,68% ihres Wertes eingebüsst. Der weltgrösste Handy-Hersteller korrigierte bei der Vorlage der Quartalszahlen nicht nur die Prognose zum Marktanteil nach unten, sondern auch jene zur Rentabilität des Unternehmens. Der Grund hierfür ist vor allem die zunehmende Konkurrenz bei hochentwickelten Mobilfunkgeräten, etwa durch das iPhone oder den BlackBerry. Unter dem Strich erwartet Nokia, dass der eigene Marktanteil in diesem Jahr stagniert. Bisher war der Konzern von einem Ausbau ausgegangen. Bei der operativen Marge im Hauptgeschäft werde sich darüber hinaus im zweiten Halbjahr 2009 im Vergleich mit dem ersten Halbjahr kaum etwas ändern, teilte das Unternehmen mit. Die Kennziffer lag in den ersten sechs Monaten bei 11,3%.

Gewinn besser als erwartet

Nokia habe derzeit grosse Probleme, bei High-End-Produkten Fuss zu fassen, sagten Investment-Manager von Henderson Global Investors. Irgendwann werde Nokia den Anschluss schaffen. Aber es könnte länger dauern, als so manch einer gedacht habe. Angesichts des schlechten Ausblicks rückten die Zahlen zum zweiten Quartal am Donnerstag etwas in den Hintergrund. Zu Unrecht, denn Nokia erzielte in den abgelaufenen drei Monaten einen höheren Gewinn, als von Analytikern erwartet worden war. Der Netto-Gewinn lag bei 380 Mio. €, während Analytiker vorab lediglich von 361 Mio. € ausgegangen waren. Im Vorjahreszeitraum verdiente der Konzern 1,1 Mrd. €. Der Umsatz sank um 25% auf nun 9,9 Mrd. €.

Starker Einbruch von CIT Group

Die breiten Aktienindizes in Europa verbuchten im Gegensatz zu Nokia allesamt Gewinne. Der DJ-Euro-Stoxx stieg um 0,3%, der FTSE 100 um 0,4% und der CAC 40 um 0,9%. Der deutsche Aktienmarkt kletterte mit 0,6% ebenfalls. Der DAX erreichte kurzzeitig sogar 5000 Punkte. Die Stimmung der Anleger habe in dieser Woche klar vom Negativen ins Positive gedreht, sagte ein Händler mit Blick auf die positiv gestartete Berichtssaison in den USA. Am Donnerstag übertraf die Bank JP Morgan mit einem weiteren Milliardenengewinn im zweiten Quartal die Analytikerprognosen. Negative Aspekte wie die Schiefelage des US-Finanzierers CIT Group oder der unerwartet starke Rückgang des Geschäftsklimas in der Region Philadelphia im Juli würden ignoriert, meinte der Börsianer. Beachtung habe aber die Meldung gefunden, dass in den USA die Zahl der Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe in der vergangenen Woche überraschend gefallen sei.

Die Aktien der Deutschen Bank konnten indes nicht von den überraschend starken JP-Morgan-Ergebnissen profitieren und verloren 0,90%. Die Banker von JP Morgan warnten davor, dass die Kreditqualität bei Hypotheken und Kreditkarten sich schneller als erwartet verschlechtere.

Weitere Marktberichte Seite 26 und 27

«Nötige Ergänzungen für die Portfoliotheorie»

Gültigkeit trotz dem kollektiven Absturz der Anlageklassen

Der kollektive Crash der Anlageklassen im Jahr 2008 sorgt für anhaltende Debatten über die Gültigkeit und Anwendbarkeit der modernen Portfoliotheorie. Wissenschaftler fordern Ergänzungen.

Der Crash an den Finanzmärkten im vergangenen Jahr lässt Börsianer und Vermögensverwalter an der modernen Portfoliotheorie zweifeln. In der Tat sind die verschiedenen Anlageklassen 2008 praktisch kollektiv abgestürzt – Aktien, Unternehmensanleihen, Immobilien, Rohwaren, Hedge-Funds verzeichneten gleichzeitig hohe Verluste, anstatt sich gegenseitig zu entwickeln und so Verluste abzufedern. Auch bei ausgeklügelten Portfolios griff das Prinzip der Diversifikation in der Praxis nicht. Folglich verloren auch Anleger, die ihre Anlagen gemäss der massgeblich von Harry Markowitz entwickelten Portfoliotheorie auf verschiedene Asset-Klassen gestreut hatten, viel Geld. Angesichts der immer lauter Kritik an den Annahmen der Portfoliotheorie verteidigten jüngst zwei Ökonomeprofessoren an Anlässen in Zürich und Frankfurt am Main die Grundlagen der Finanztheorie.

Keine grundlegende Verletzung

Die Portfoliotheorie rät, bei der Geldanlage das Vermögen auf verschiedene Asset-Klassen zu streuen und so die Risiken zu verringern. Sie ist die wichtigste Grundlage für die Strukturierung von Anlageportfolios, und die meisten Anlagefonds orientieren sich an ihr. Sie aber für die Verluste der Anlagefonds in der Krise verantwortlich zu machen, geht Martin Janssen, Professor am Institut für schweizerisches Bankwesen und Leiter des Beratungsunternehmens Ecofin, zu weit. Janssen wies zu Beginn seines Vortages bei «Oec Alumni UZH», dem Netzwerk der Wirtschaftsabsolventen der Universität Zürich, darauf hin, dass viele Portfolios seit Mitte 2007 zwischen 30% und 50% ihres Werts oder gar mehr verloren haben. Vermutlich die meisten aktiv verwalteten Anlagefonds hätten deutlich mehr Wert verloren als ihre Vergleichsindizes (Benchmarks). Folglich sei davon auszugehen, dass die Vermögensverwaltungsbranche den Stresstest der Finanzkrise nicht bestanden habe.

Aus seiner Sicht sind die Annahmen der Portfoliotheorie durch die Verluste von Anlagefonds in der Finanzkrise aber nicht grundlegend verletzt worden. Kritisch merkte er allerdings einige Punkte an, bei denen die Theorie im Stresstest der Finanzkrise nicht wie im Lehrbuch funktioniert habe. So wurde die Annahme widerlegt, dass glaubwürdige Staaten mit guten Steuerzahlern praktisch für alle Laufzeiten Anleihen mit «risikolosen» Zinsen offerieren könnten. Schliesslich wurden die Anleihen einiger Staaten in der Krise quasi «über Nacht» risikobehaftet, wodurch viele Anleger überrascht wurden. Zudem korrelierten in der Krise plötzlich Anlageklassen, die sich eigentlich gegenseitig entwickeln sollten.

Allerdings spricht laut Janssen auch einiges dafür, dass die Vermögensverwalter die Portfoliotheorie falsch umgesetzt hatten, so dass sie in der

Krise gar nicht funktionieren konnte. Viele von Banken und Investmentgesellschaften angepriesene «Musterstrategien» seien nicht effizient im Sinne der Markowitzschen Portfoliotheorie, sie seien folglich falsch strukturiert. Auch die Beratungs- und Umsetzungskosten für Portfolios seien oft viel zu hoch, um einen Anlageerfolg zu ermöglichen. Die Kosten für private Anleger von durchschnittlich mehr als 1,5% pro Jahr seien höher als der risikolose Zins, so dass das eigentliche Modell gar nicht eingesetzt werden könne. Dass viele Portfolios schlicht zu teuer seien, zeige sich daran, dass günstige, passiv verwaltete Anlagefonds in der Krise vergleichsweise gut über die Runden kamen. Anlageprodukte mit einem aufwendigen aktiven Management und hohen Margen hätten deutlich mehr gelitten als solche mit tiefen wie beispielsweise Exchange-Traded Funds (ETF).

Ausbau gefordert

Laut Janssen genügt die einfache Portfoliotheorie allerdings in der Praxis nicht, sie müsse durch ein Asset-Liability-Management ergänzt werden. Dabei werden Anlagen und Verbindlichkeiten in ein Verhältnis zueinander gestellt. Die Analyse der Anlageresultate alleine sei ungenügend. Diese müssten mit den Verbindlichkeiten verglichen werden, schliesslich könnten Letztere nach einem Crash ebenfalls weniger wert sein.

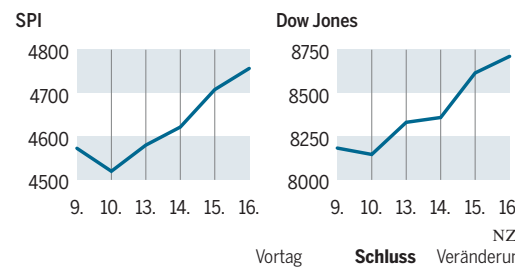
Klaus Spremann, Professor an der Universität St. Gallen, setzte sich an einer Veranstaltung der Bank Varengold in Frankfurt am Main ebenfalls für den Ausbau der Portfoliotheorie ein. Die Markowitzsche Theorie habe nach wie vor Berechtigung. Sie sei nicht falsch, doch aus Sicht der heutigen Forschung etwas einfach. Folglich müsse sie ergänzt und ausgebaut werden. Eine Ergänzung bestehe in der Berücksichtigung der Realwirtschaft, eine andere werde durch die sich verändernde Volatilität verlangt. Weitere Ergänzungen seien durch die Verhaltensökonomik («Behavioral Finance») hinzugekommen. Beispielsweise seien Trends und Schwungradeffekte (Momentum) beobachtet worden. Investoren neigten zu konformem und prozyklischem Verhalten, um durch die frühzeitige Vorwegnahme künftiger Marktströmungen hohe Renditen zu erzielen. Die Entstehung von Trends sei in der modernen Portfoliotheorie von Markowitz nicht reflektiert. Gemäss Spremann können «Managed Futures» und andere Hedge-Fund-Strategien oder alternative Anlagestile daher zu einer Verstärkung der Performance eines Portfolios beitragen. Allerdings müsse in einem Crash immer damit gerechnet werden, dass sich auch die Korrelationen veränderten und durch die plötzliche Gleichförmigkeit der Kursbewegungen der Absturz der Portefeuilles kaum abgedefert werden könne.

Im Crash des Jahres 2008 haben die meisten alternativen Anlagen stark mit den traditionellen Anlageklassen korreliert und den Absturz der Portefeuilles kaum abgedefert. Die Strategie «Managed Futures» entwickelte sich im Crash-Jahr 2008 zwar gut – der Credit Suisse/Tremont-Index für «Managed Futures» legte im vergangenen Jahr um 18% zu. In diesem Jahr per Ende Mai hat das Barometer allerdings 5,2% verloren.

Kennzahlen auf einen Blick

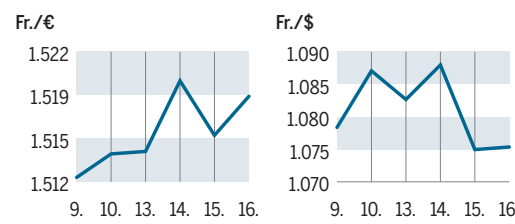
	Vortag	Schluss	Veränderung
SMI	5473.33	5538.57	▲ 1.19%
Dow Jones	8616.21	8711.82	▲ 1.11%
Nikkei 225	9269.25	9344.16	▲ 0.81%
Euro in Franken (18.45 Uhr)	1.5180	1.5186	▲ 0.06 Rp.
Dollar in Franken (18.45 Uhr)	1.0763	1.0756	▼ -0.07 Rp.
Erdöl (WTI, in \$)	61.54	62.02	▲ 0.48 \$
Gold (Fr./kg)	32618	32475	▼ -143 Fr.

Aktienmärkte



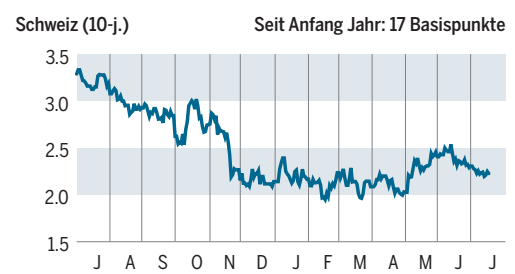
	Vortag	Schluss	Veränderung
Schweiz			
SPI	4708.11	4756.92	1.04%
Vereinigte Staaten			
S&P 500	932.68	940.74	0.86%
Nasdaq	1862.90	1885.03	1.19%
Europa			
Stoxx 50	2141.90	2149.43	0.35%
Euro-Stoxx 50	2451.02	2458.97	0.32%
Stoxx Gesamt	209.08	209.86	0.37%
Grossbritannien			
FTSE 100	4346.46	4361.84	0.35%
Deutschland			
DAX Xetra	4928.44	4957.19	0.58%
Frankreich			
CAC 40	3171.27	3199.68	0.90%

Devisenmärkte



Kurse 18.45 Uhr	Vortag	Schluss	Veränderung
Euro			
in Dollar	1.4104	1.4120	0.16 Cent
in Yen	132.76	132.20	-0.56 Yen
Dollar			
in Yen	94.13	93.63	-0.50 Yen
Pfund			
in Franken	1.7665	1.7666	0.01 Rp.
Yen (100)			
in Franken	1.1434	1.1488	0.54 Rp.
Franken (100)			
in Euro	65.9021	65.8608	-4.13 Cent
in Dollar	92.9714	92.9757	0.43 Cent

Geld- und Kapitalmärkte



	Jahresende 2008	Vortag	Schluss
Geldmarkt (3 Monate)			
Franken-Libor	0.67%	0.37%	0.37%
Euribor	2.93%	0.98%	0.97%
Dollar-Libor	1.44%	0.51%	0.51%
Yen-Libor	0.84%	0.43%	0.43%
Kapitalmarkt (Benchmark-Anleihen)			
Schweiz (10-j.)	2.06%	2.25%	2.23%
Deutschland (10-j.)	2.92%	3.19%	3.23%
Grossbritannien (10-j.)	2.11%	3.55%	3.50%
USA (10-j.)	3.07%	3.51%	3.45%
Japan (10-j.)	1.51%	1.18%	1.18%

Wachsende Probleme mit öffentlichen Anleihen

Kalifornien als Negativbeispiel für den Markt der Municipal Bonds

In den letzten Monaten hat sich der Markt für öffentliche Anleihen von amerikanischen Gliedstaaten verschlechtert. Dies ist unter anderem auf die hohe Verschuldung zahlreicher Emittenten zurückzuführen. Nun fragen sich die Investoren, ob sie auf bessere Renditen warten sollen, bis sie wieder in den Markt investieren.

dek. New York, 16. Juli

Typischerweise ist der Markt für Anleihen öffentlicher Gebietskörperschaften kein grosses Diskussionsthema an der Wall Street. Die Bonds von Gliedstaaten, Gemeinden und Städten gelten eher als Anlagen für wohlhabende Rentner, die von der Steuerbegünstigung profitieren. Von möglichen Verlusten oder gar einem Bankrott-Risiko spricht fast niemand. Insofern sind die sogenannten Municipal Bonds, im Jargon auch «Munis» genannt, oft sehr ähnlich bewertet wie die Staatsanleihen der Regierung. In den letzten

Monaten haben die «Munis» aber mehr von sich reden gemacht, als den betroffenen Behörden lieb wäre. Kalifornien zum Beispiel ist so gut wie bankrott und wäre wohl als alleinstehender Staat kaum in der Lage, neue Anleihen zu emittieren. Auch New York hat Finanzprobleme und muss sich kreative Auswege aus dem Engpass ausdenken, um die Rechnungen zu begleichen. Das Problem mit den Bonds ist, dass die Gebietskörperschaften lange Zeit den Kapitalmarkt als billige Geldquelle benutzt haben, ohne sich um die Rückzahlung der Schulden zu kümmern. Nun ist es vielen ohne die Hilfe Washingtons kaum mehr möglich, neues Kapital aufzunehmen.

Schwarzenegger im Rampenlicht

In Kalifornien ist die Lage umso problematischer, als der Staat besonders stark vom Kollaps des Immobilienmarktes betroffen ist. Ein Grossteil der Steuereinnahmen kommt vom Handel mit Immobilien, und diese Geldquelle ist aufgrund des schwierigen Immobilienmarktes versiegt. Nun steht Gouverneur Arnold Schwarzenegger vor einem Finanzloch, das nur schwer zu stopfen sein dürfte. Eine Möglichkeit wäre die Erhöhung der Steuern, um die Kosten zu decken, doch das Volk hat in einer direkten Abstimmung diesen Vorschlag abgelehnt. Nun muss Schwarzenegger die Ausgaben kürzen. Das Problem sind jedoch nicht nur die sinkenden Einnahmen, hinzu kommt noch die Schwierigkeit, sich am Kapitalmarkt mit frischem Kapital einzudecken.

Kalifornien ist jedoch nicht das einzige Sorgenkind. Besonders stark betroffen sind Gliedstaaten, die einen grossen Teil ihrer Steuern aus dem Immobilienbereich beziehen. Ebenfalls unter Druck geraten ist New York, wo der Einbruch der Finanzbranche zusätzlich auf den Steuereinnahmen lastet. Die hohen Boni der Investment-

banker haben in der Vergangenheit auch den Staat bereichert. Seit dem Kollaps vieler Banken dürften aber die Saläre schrumpfen.

Mehr Differenzierung nötig

Zentral ist die Frage, warum die Anleger die Probleme mit den Gebietskörperschaften nicht früher entdeckt haben. Dass Kalifornien über den Verhältnissen lebt, hätte man schon vor der Krise sehen können. Nun ist es oft zu spät, und viele Anleger mussten deutliche Verluste hinnehmen. Spitze Zungen behaupten, dass der Bondmarkt sehr gut funktioniere und das Risiko von «Munis» tief sei, weil diese Anlagen alle implizit von Washington garantiert würden. Diese These ist umstritten und sorgt für Emotionen – zumal die Amerikaner gerne glauben, dass sie sich unabhängig finanzieren können und nicht vom Staat abhängig sind. In Wall-Street-Kreisen herrscht aber die Meinung vor, dass Gliedstaaten wie beispielsweise Kalifornien viel zu gross sind, um bankrott zu gehen. Die Notenbank und das Finanzministerium seien daran interessiert, die finanzielle Zukunft des Staates zu sichern.

Diese implizite Garantie erschwert die Analyse solcher Bonds. Wenn alle «Munis» vom Staat gesichert werden, dann sollten ihre Renditen theoretisch ähnlich sein. Die Gefahr hier ist, dass die Gebietskörperschaften dank der impliziten Garantie Washingtons Zugang zu billigem Kapital finden und so ihre Finanzen nicht sorgfältig prüfen. Ohne genügend Marktkontrolle läuft der Markt für «Munis» Gefahr, ausser Kontrolle zu geraten, was wiederum die Finanzen Washingtons in Schwierigkeiten bringen könnte. Früher oder später dürfte sich die schlechte finanzielle Lage der Staaten und Gemeinden auch in der Rendite der Treasury-Bonds spiegeln – ein Szenario, das an der Wall Street zu Recht für Nervosität sorgt.

INHALT

Marktübersicht/Devisen	26
Aktien Schweiz	27
Aktien Europa/Eurex	28
Aktien Amerika	29
Aktien Asien und Rohwaren	30
Optionsscheine	31
Obligationen/Zinsen	32