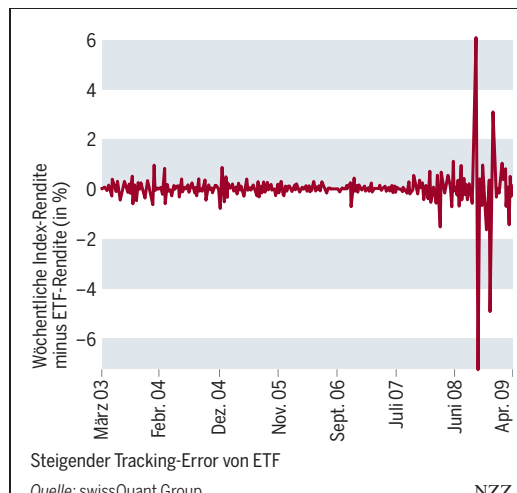


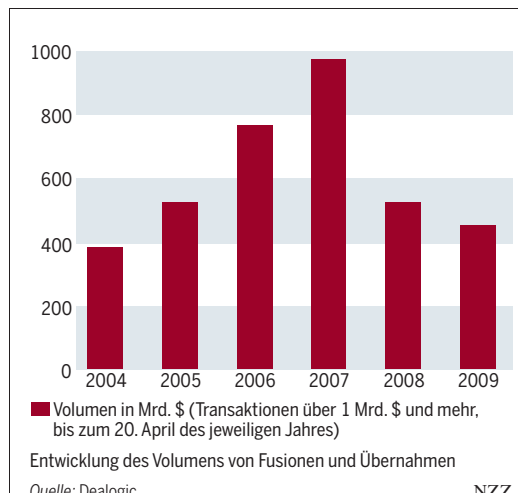
Zeichen der Erholung

ca. Es mehren sich die Zeichen, dass die konjunkturelle Talsohle durchschritten sein könnte. In den USA gab jüngst der Auftragseingang langlebiger Güter Grund zur Freude, und auch der Einkaufsmanagerindex deutet auf eine Stabilisierung hin. Für Europa orten die Ökonomen der Bank Sarasin ebenfalls eine unmittelbar bevorstehende Stabilisierung der Wirtschaftslage. Sie gehen davon aus, dass sich die europäischen Einkaufsmanagerindizes sowohl für Güter als auch für Dienstleistungen im April stabilisieren werden. Auch der deutsche Ifo-Geschäftsklima-Index signalisiert laut den Spezialisten der Bank eine Wende zum Guten: Zuerst erholte sich die Erwartungskomponente, am vergangenen Freitag stieg dann auch der Index selbst deutlich.



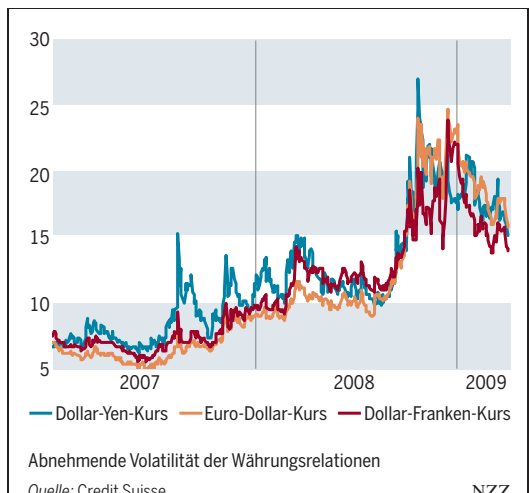
ETF mit Problemen

ra. In den vergangenen zehn Jahren hat sich die Zahl von Exchange-Traded Funds (ETF) vervielfacht. Diese Fonds ermöglichen den Investoren, mit tiefen Kosten in Aktien-, Obligationen- und Rohstoff-Indizes zu investieren, ohne die Index-Bestandteile kaufen zu müssen. Bis vor 18 Monaten war die Tracking-Qualität der meisten ETF sehr gut, ihr Tracking-Error gegenüber dem Basiswert war also sehr tief. Am Beispiel eines grossen ETF auf Investment-Grade-Unternehmensanleihen in den USA sieht man, dass der Tracking-Error ab Mitte 2007 markant gestiegen ist. Ab Sommer 2008 schwankt der Unterschied zwischen Index-Rendite und ETF-Rendite massiv. Die Gründe sind vor allem mangelnde Liquidität und höhere Transaktionskosten.



Wieder mehr Fusionen

feb. Zum Start in die vergangene Woche hat es seit langer Zeit wieder einmal einen «Merger Monday» gegeben. Am selben Tag wurden fünf Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions, M&A) mit einem Volumen von mehr als 1 Mrd. \$ angekündigt. Die Aktivität am M&A-Markt entwickelt sich meist spiegelbildlich zu den Kursen an den Aktienmärkten – und auch hier hat sich in jüngster Zeit die Stimmung aufgehellt. Trotzdem liegt das Volumen der in diesem Jahr angekündigten Fusionen und Übernahmen mit 449,3 Mrd. \$ im Vergleich mit demselben Vorjahreszeitraum um rund 14% tiefer. Rund die Hälfte des M&A-Volumens wurde in den USA erzielt, die Branchen mit der stärksten Aktivität waren Gesundheit und Finanzen.



Volatile Währungen

mbe. Auch die Devisenkurse sind in den vergangenen Monaten von der grossen Nervosität unter den Anlegern erfasst worden. Die Währungsrelationen weisen seit Herbst hohe Tagesschwankungen auf. Dies spiegelt die Unsicherheit der Investoren darüber, wie sich die für den Wechselkurs bestimmenden Faktoren in den einzelnen Ländern entwickeln würden, darunter das Zinsniveau und die Konjunkturentwicklung. Jüngst hat die Volatilität der Devisenkurse aber wieder etwas abgenommen. Die Anleger scheinen sicherer, in welche Richtung sich die einzelnen Volkswirtschaften entwickeln werden. Dabei geholfen hat sicher auch das weitgehend gleichgerichtete Vorgehen der Notenbanken, welche die Zinsen «koordiniert» gesenkt haben.

AGENDA

Konjunktur und Politik

- 28. 4. **UBS-Konsumindikator Schweiz**
März (Vormonat: 0,886)
Konsumentenvertrauen USA
April (E): 29,0 (Vormonat: 26,0)
Häuserpreise USA (S&P/Case-Shiller)
Februar (E): -18,85% (Januar: -18,97%)
- 29. 4. **KOF-Konjunkturbarometer Schweiz**
April (Vormonat: -1,79)
Bruttoinlandsprodukt USA
1. Quartal (E): -5,0% (Vorquartal: -6,3%)
Zinssitzung der US-Notenbank (Fed)
April (E): 0,13% (Vormonat: 0,25%)
- 30. 4. **Konsumentenpreise Euro-Zone**
April (Vormonat: 0,6%)
Arbeitslosigkeit Deutschland
April (Vormonat: 8,1%)
Industrieproduktion Japan
März (Vormonat: -9,4%)
- 1. 5. **ISM-Index verarb. Gewerbe USA**
April (E): 38,0 (Vormonat: 36,3)

Unternehmen und Märkte

- 28. 4. **Jelmoli Holding GJ 2008**
G/A (E): Fr. 41,70 (i. V.: Fr. 29,00)
Phoenix Mecano GJ 2008
G/A (E): € 35,28 (i. V.: € 30,41)
Synthes
Umsatz 1. Quartal
Straumann
Umsatz 1. Quartal
Lonza
Ergebnis 1. Quartal
Micronas
Ergebnis 1. Quartal
Temenos
Ergebnis 1. Quartal
Bucher Industries
Ergebnis 1. Quartal
Compagnie Financière Tradition
Ergebnis 1. Quartal
- 29. 4. **Nobel Biocare**
Ergebnis 1. Quartal
Panalpina
Ergebnis 1. Quartal
Geberit
Ergebnis 1. Quartal
Swissquote
Ergebnis 1. Quartal
- 30. 4. **Private Equity Holding**
Jahresergebnis 2008/09
- 1. 5. **Tag der Arbeit**
Die Börsen u. a. in Zürich, Frankfurt, Paris, Hongkong und Schanghai sind geschlossen.

E: Erwarteter Wert. Q: Quartal. G/A: Gewinn pro Aktie (Gesamtjahr). GJ: Geschäftsjahr. i. V.: im Vorjahr.
Quelle: div. Banken, Bloomberg, Reuters (ohne Gewähr und ohne Anspruch auf Vollständigkeit)

Web-TV täglich auf NZZ Online
www.nzz.ch/finanzen/webtv

Impulse
Die Börse aus erster Hand

Das Branchenpanorama der NZZ

Zögerliche Wetten auf den Aufschwung

Banken positionieren sich in Richtung Frühzyklischer

Die Aktienstrategen versuchen bei ihrer Branchenallokation einen möglichen konjunkturellen Aufschwung nicht zu verpassen. Entsprechend setzen einige von ihnen im zweiten Quartal auf Frühzyklischer. Die meisten Institute gehen dabei aber keine allzu grossen Wetten ein.

ca. Die positive Entwicklung an den Aktienmärkten im März hat auch die Aktienstrategen der Banken in der Schweiz nicht kaltgelassen. Sie erhöhten nun tendenziell die Gewichtung der frühzyklischen Aktien, wie aus der jüngsten Befragung der am Branchenpanorama der NZZ teilnehmenden Finanzinstitute hervorgeht, und setzen somit darauf, dass die konjunkturelle Talsohle demnächst durchschritten sein sollte.

Markante Positionierung von Berenberg

Die schwierigen Bedingungen an den Finanzmärkten zum Jahresbeginn haben ihre Spuren auch in der Performance hinterlassen, die die Anlagespezialisten im ersten Quartal mit ihren Aktienengagements erzielt haben. Nicht alle Institute konnten in den ersten drei Monaten des Jahres den Benchmark schlagen, das heisst eine positive Performance relativ zum Referenzwert erzielen. Das beste Resultat schaffte im ersten Quartal die Berenberg Bank, die mit ihrer Aktienausswahl relativ 1,77% gewann. Einbussen mussten hingegen in derselben Periode die Bank Sarasin und die Bank Vontobel hinnehmen. Auffallend ist, dass Berenberg bei der Branchengewichtung relativ grosse Wetten gegenüber dem Benchmark eingeht, weil sie bei der Sektorallokation ziemlich gewichtige Abweichungen zum Referenzwert, dem MSCI-Welt-Aktienindex, wählt. Die anderen Häuser gewichten die Branchen hingegen ähnlich wie der MSCI Welt.

Den Aufschwung wieder im Blick

Zum Jahresauftakt hatten die meisten Banken zyklische Aktien noch gemieden. So wurden damals die zyklischen Konsumgüter (Autos, Hi-Fi-Geräte, Bekleidung u. Ä.) von allen am Branchenpanorama teilnehmenden Instituten tiefer gewichtet als im MSCI World. Informationstechnologie und Rohwaren wurden als typische Frühzyklischer (Aktien von Unternehmen, die früh im

Konjunkturzyklus gefragt sind) ebenfalls von einigen Häusern untergewichtet.

Nun hat sich das Blatt jedoch gewendet, und per Start zweites Quartal setzten alle teilnehmenden Banken wieder auf IT-Titel sowie auf Rohwarenwerte (mit Ausnahme von Sarasin). An die zyklischen Konsumgüter, die als im Zyklus eher spät reagierend gelten, wagen sich aber erst wieder Berenberg sowie die Union Banque Privée (UBP) – Erstere gleich mit einem deutlichen Übergewicht.

Finanzwerte noch ungeliebt

Nach wie vor nicht zu den Lieblingen der Aktienspezialisten gehörten die Finanzwerte. Alle Institute gewichteten den Sektor im Vergleich mit dem Benchmark tiefer, ausser der Zürcher Kantonalbank, die eine neutrale Position einnimmt. Stark auseinander gehen die Meinungen im Hinblick auf die zu erwartende Entwicklung bei den Energietiteln. Hier reicht das Spektrum von «stark untergewichten» (-8,72% bei Berenberg) bis hin zu «übergewichten» (2% bei Vontobel). Nach wie vor nicht abgebaut haben die Finanzinstitute ihre Engagements bei den Gesundheitstiteln, obwohl diese als besonders krisenresistent gelten und vor allem während des konjunkturellen Abschwungs gefragt sind. Einzig die UBP setzt nicht mehr auf den defensiven Sektor. Bei den unzyklischen Konsumgütern, beispielsweise den Grundnahrungsmitteln oder bei Tabak, haben einzelne Institute schon mit dem Abbau angefangen, so etwa Berenberg und ZKB. Sarasin, Vontobel und HSBC gewichten den Sektor neutral, während Julius Bär und UBP noch an einem leichten Übergewicht festhalten. Die Versorgerwerte, welche ebenfalls als Fels in der Brandung während einer Rezession gelten, werden hingegen von den verschiedenen Häusern ganz unterschiedlich gewichtet: Negativ bewertet werden sie von UBP, ZKB und Berenberg, positiv von der Bank Vontobel und neutral von den restlichen Banken.

Hände weg von Industrietiteln

Nicht in der Gunst der Aktienstrategen stehen hingegen die Industrietitel, welche grosso modo als Spätzyklischer gelten. Mit Ausnahme der HSBC Private Bank gewichten die Institute die Industrie im Vergleich mit dem Benchmark tiefer, teilweise sogar markant (-4,62% bei der Berenberg Bank).

Sektorempfehlungen zu Aktienanlagen weltweit (2. Quartal 2009)

Sektor	Über- und Untergewichtung gegenüber MSCI-World-Index, in Prozentpunkten							
	MSCI-Sektorgewichte per 31. 3. 09	Bank Sarasin	Bank Vontobel	Berenberg Bank	HSBC Private Bank	Julius Bär Private Banking	UBP	ZKB
Nicht-Basiskonsumgüter	9,30	-1,2	-2,0	3,92	-1,0	-2,9	0,3	-0,5
Basiskonsumgüter	11,16	0,0	0,0	-3,22	0,0	1,5	0,8	-1,0
Energie	12,09	0,0	2,0	-8,72	0,0	1,6	-0,7	1,5
Finanzwesen	16,70	-1,0	-2,0	-3,38	-3,0	-2,7	-1,5	0,0
Gesundheitswesen	11,81	1,7	1,0	0,60	1,0	3,3	-1,1	0,0
Industrie	10,19	-1,0	-2,0	-4,62	1,0	-1,6	-0,6	-1,0
Informationstechnologie	11,72	1,5	0,0	8,82	1,0	0,0	1,8	1,0
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	6,46	-1,0	1,0	4,95	1,0	0,0	1,8	1,0
Telekommunikationsdienste	5,21	1,0	0,0	2,64	0,0	0,7	1,4	0,0
Versorgungsbetriebe	5,38	0,0	2,0	-1,01	0,0	0,0	-2,3	-1,0
1. Quartal 2009								
Relative Rendite zu MSCI World		-0,15	-0,15	1,77	0,79	0,41	0,49	0,31
Information-Ratio		-0,29	-0,21	1,27	0,93	0,47	0,19	1,17
Seit Beginn (Juli 2005)								
Relative Rendite zu MSCI World		0,77 ¹	0,22	2,30 ¹	6,19 ²	1,97	5,80	1,27
Information-Ratio		0,68 ¹	0,14	0,93 ¹	1,87 ²	0,81	1,10	1,70

¹ Bank Sarasin und Berenberg Bank seit 1. 10. 08; ² HSBC seit 1. 1. 06.

Quelle: Jeweilige Bank / Isfa

Märkte und Meinungen

Was in der Geldanlage vernachlässigt wird

Aller Anfang ist schwer, heisst es. Dies gilt wohl besonders für die Geldanlage. Wenn sich angehende Investoren damit beschäftigen, wie sie ihre Ersparnisse anlegen möchten, sollten sie daher am besten einer klassischen Vorgehensweise folgen. **Zuerst müssten sie sich über die Anlagestrategie Gedanken machen, also über die Anlagekategorien, die für sie in Frage kommen – und die entsprechenden Gewichte –, sowie über die Vergleichsgrössen (Benchmarks), die man bei der Beurteilung des Anlageerfolges heranziehen sollte.** Danach kommt die taktische Aufteilung an die Reihe. Bei dieser werden die Gelder im Rahmen der Anlagestrategie innerhalb gewisser Bandbreiten auf die diversen Anlagekategorien verteilt. **Und am Ende steht die Titel-Selektion, also die Auswahl der Einzelwerte für die Anlagekategorien.**

*
Erfahrungsgemäss verwenden Anleger vor allem sehr viel Mühe auf den letzten Punkt, während der **erste Schritt meistens sträflich vernachlässigt wird.** Dies unterstrich diese Woche ein Vertreter der Beratungsfirma PPC Metrics während eines Referats auf dem Indexday in Zürich. Dabei verwies er auf bekannte, aber **in der Praxis von Anlegern häufig zu wenig beachtete Ergebnisse von empirischen Untersuchungen, wonach die Anlagestrategie, also etwa die Höhe der Aktienquote, einen herausragenden Einfluss auf das Rendite- und Risikoprofil sowie auf die Volatilität eines Portefeuilles hat.** Der Zusammenstellung und dem anschliessenden Management des Portfolios kommt dagegen mit Blick auf die Gesamtrendite eines Depots eine viel geringere Bedeutung zu. **Aktive Entscheide bei der Auswahl von Einzelaktien, Anleihen oder auch Rohstoffen bergen hingegen in hohem Mass Elemente eines Nullsummenspiels.** Mittel- und langfristig schaffen es die allerwenigsten institutionellen und erst recht nicht die privaten Anleger, den Markt zu schlagen. **Daher wäre es sinnvoll, die Finger von aktiven Wetten auf einzelne Vermögenswerte zu lassen und sich dafür intensiv mit der grundsätzlichen Anlagestrategie auseinanderzusetzen.**

*
Der zweite Schritt im Anlageprozess, **also die taktische Asset Allocation, wird aus Sicht von Anlageberatern oft vernachlässigt.** Das betrifft vor allem das **regelmässige Ausgleichen des Portefeuilles.** Sind also etwa die Aktienmärkte gerade eben stark gefallen, **sinkt dadurch die Aktienquote im Depot unter das gewünschte Mass, weshalb Aktien wieder dazugekauft werden müssen.** Und auch in diesem Prozess ist eine bewusst festgelegte Regel für die Anpassungen besser als aktive Ansätze und Entscheide nach dem Ad-hoc-Prinzip.