

Marktkommentar Juni 2007

Wer als Fondsmanager nicht jedem Trend an den Finanzmärkten hinterher hechelt, gerät schnell unter Druck. Der legendäre Value-Investor Warren Buffett etwa wurde sogar verhöhnt, als er in den 90er-Jahren weiterhin auf Substanzwerte der so genannten Old Economy setzte, während sich die Aktienkurse von Internet- und Technologiewerten in schwindelerregende Höhen schraubten. Buffetts Portfolio hinkte damals dem Markt hinterher. Doch seine Stunde schlug, als die Internetblase platzte. Aktienanleger entdeckten in den folgenden Jahren die vermeintlich langweiligen Blue Chips wieder – und Buffett, der bereits zu günstigen Einstiegspreisen investiert war, verdiente prächtig.

Ein bisschen wie dem Großinvestor erging es Hedgefonds-Managern, die von dem boomenden Markt für Kreditderivate die Finger ließen. Zeitweise konnten in diesem Segment vergleichsweise hohe Renditen eingefahren werden. Und das warf bei Anlegern die Frage auf, warum der Fonds, in dem sie investiert sind, nicht dabei ist. Inzwischen hat sich das Blatt aber gewendet; der Markt für verbrieft Hypotheken von Schuldner mit geringer Bonität (Subprime Mortgages) ist ins Wanken geraten – und jetzt dürfen sich diejenigen freuen, die sich auf andere Märkte konzentriert hatten und von herben Verlusten verschont blieben. Wir haben hier wiederholt dargelegt warum wir Fonds, die auf Kreditderivate setzen, weitgehend gemieden haben: Diese hochkomplexen Produkte sind einfach zu undurchsichtig, eine objektive Bewertung kaum möglich.

Dass diese Entscheidung letztlich richtig war, verdeutlichte unlängst die schwere Krise von zwei Hedgefonds der amerikanischen Investmentbank Bear Stearns. Die Fonds hatten hohe Verluste mit Anleihen gemacht, die mit Subprime-Hypotheken besichert waren. Hintergrund: In den vergangenen Monaten waren immer mehr Hausbesitzer mit geringen Einkommen wegen steigender Zinsen bei der Rückzahlung ihrer Kredite in Verzug geraten – die Zahl fauler Hypotheken stieg sprunghaft an. Folge: Die mit diesen Immobilienkrediten unterlegten Derivate verloren stark an Wert. Einige Banken, die zu den Kreditgebern der Bear-Stearns-Hedgefonds zählten, griffen auf die als Sicherheiten hinterlegten Kreditderivate zu, hatten aber erheblich Probleme sie weiterzuverkaufen – unter anderem wegen der schwierigen Bewertung dieser Wertpapiere.

Dubiose Bewertungsmethoden sind gang und gäbe

Auch wenn das Subprime-Segment nur einen kleiner Teil des internationalen Kreditgeschäfts ausmacht, ist es erstaunlich, dass die Krise noch nicht auf den breiten Markt übergreifen hat. Denn dubiose Bewertungsmethoden von Kreditderivaten sind nicht nur im Subprime-Bereich gang und gäbe: Sie sind fester Bestandteil des Gesamtmarktes. Zudem gingen Finanzkrisen in der Vergangenheit selten von fundamentalen Veränderungen aus. Sie wurden vielmehr von psychologisch getriebenen Veränderungen der Risikowahrnehmung losgetreten. Wenn sich nun Banken und institutionelle Investoren entscheiden, den Geldhahn zuzudrehen und sich beispielsweise bei fremdfinanzierten Übernahmen in Zurückhaltung üben, dürften wir nahe am Umkehrpunkt des Kreditzyklus sein.

Kreditausfälle in historischem Ausmaß sind zwar nicht sehr wahrscheinlich. Es ist aber ebenso unwahrscheinlich, dass die Zahl fauler Darlehen im Hochrisiko-Segment noch lange unter 3% bleiben wird.

Wichtiger Risikohinweis:

Dieser Bericht dient der Information. Er ist kein Verkaufsprospekt und enthält kein Angebot zum Kauf oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Kaufangebots für das vorgestellte Produkt und darf nicht zum Zwecke eines Angebots oder einer Kaufaufforderung verwendet werden. In die Zukunft gerichtete Angaben basieren auf Annahmen. Da sämtliche Annahmen, Voraussagen und Angaben nur die derzeitige Auffassung über künftige Ereignisse wiedergeben, enthalten sie natürlich Risiken und Unsicherheiten. Entsprechend sollte auf sie nicht im Sinne eines Versprechens oder einer Garantie über die zukünftige Performance vertraut werden. Investoren sollten sich bewusst sein, dass die tatsächliche Performance erheblich von vergangenen Ergebnissen abweichen kann. Insofern kann die zukünftige Performance der Anlagealternativen nicht zugesichert werden.

Das war nämlich zwischen 1980 und heute lediglich knapp fünf Jahre lang der Fall. Wenn die Ausfallrate wieder ansteigt, wird sie wegen des inzwischen sehr hohen Kreditvolumens tiefe Spuren im Finanzsektor hinterlassen. Einer unserer Manager setzt auf wachsende Zahlungsausfälle bei Morgan Stanley, Goldman Sachs und Bear Stearns sowie bei Kredithäusern wie Washington Mutual.

Insofern ist es nicht verwunderlich, dass die Risikobereitschaft an den Finanzmärkten abnimmt, was auch die größeren Spreads zwischen Staats- und Risikoanleihen signalisieren. Gleichzeitig zogen im Juni die langfristigen Finanzierungskosten an. In diesem Umfeld ist fraglich, ob sich der in den vergangenen Monaten gestiegene Verschuldungsgrad der Unternehmen noch weiter wachsen wird. Anleger konzentrieren sich mittlerweile auf Konzerne, die ihr Wachstum aus eigener Kraft finanzieren können und nicht auf Fremdmittel angewiesen sind. Der Cashflow ist nun die maßgebliche Kennzahl. Allerdings sind fast alle unserer Fondsmanager der Ansicht, dass die Mehrheit der großen Konzerne in den USA, Japan und Europa finanziell auf einem sehr soliden Fundament steht.

Die gestiegenen Kapitalmarktzinsen werden sich in Sektoren wie Infrastruktur, Konstruktions- und Baumaterial und natürlich im Investment Banking sowie im Immobilienbereich negativ bemerkbar machen. Gleichzeitig wachsen die Zweifel, ob sich der Übernahme- und Fusionsboom, der in den vergangenen Monaten die Aktienmärkte trieb, anhalten wird. Selbst unter Bankern wird zunehmend Kritik laut, die Kriterien für die Kreditvergabe seien zu wenig restriktiv.

Die Volatilität nimmt zu

Die wachsende Unsicherheit an den Märkten, die sich in einer steigenden Volatilität niederschlägt, bietet aber auch Chancen. Von ihr profitieren Hedgefonds-Strategien wie Convertible Bond Arbitrage und Short Term Managed Futures. Im Kreditmarkt setzen manche Manager unterdessen auf Kapitalstrukturarbitrage. Sie kaufen vorrangig besicherte Darlehen mit gutem Rating (senior secured loan) und verkaufen nachrangig besicherte (junior) desselben Unternehmens leer. Grundsätzlich haben wir keine Zweifel an dieser Strategie. Doch weil wir mit einem weiteren Anstieg der Volatilität und einer wachsenden Unsicherheit bei der Bewertung von Kreditrisiken rechnen, ist es aus unserer Sicht noch zu früh, um auf dieses Konzept zu setzen. Gleiches gilt für Distressed Debt Funds, die unter anderem mit notleidenden Unternehmenskrediten spekulieren.

Unterdessen haben unsere Relative-Value-Strategien im Juni gute Ergebnisse erzielt. Ein Event-Driven-Manager, der auf fallende Kurse von Subprime-Papieren setzte, verbuchte hohe Gewinne. Von der höheren Volatilität an den Anleihemärkten profitierten Fonds, die Fixed-Income-Relative-Value-Strategien verfolgen. Gut Ergebnisse lieferten auch Equity-Long-Short-Manager, während die Directional-Traders auf einen soliden Monat zurückblicken.

Einige Multistrategy-Manager, die auch im Kreditmarkt engagiert sind, lieferten schwache Resultate. Im Gesamtportfolio machte sich das aber kaum bemerkbar, denn - wie gesagt - unsere Investitionen in Kreditderivate sind minimal. Dadurch haben wir in der Vergangenheit möglicherweise die eine oder andere Chance verpasst. Doch heute sind wir froh darüber.

Wichtiger Risikohinweis:

Dieser Bericht dient der Information. Er ist kein Verkaufsprospekt und enthält kein Angebot zum Kauf oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Kaufangebots für das vorgestellte Produkt und darf nicht zum Zwecke eines Angebots oder einer Kaufaufforderung verwendet werden. In die Zukunft gerichtete Angaben basieren auf Annahmen. Da sämtliche Annahmen, Voraussagen und Angaben nur die derzeitige Auffassung über künftige Ereignisse wiedergeben, enthalten sie natürlich Risiken und Unsicherheiten. Entsprechend sollte auf sie nicht im Sinne eines Versprechens oder einer Garantie über die zukünftige Performance vertraut werden. Investoren sollten sich bewusst sein, dass die tatsächliche Performance erheblich von vergangenen Ergebnissen abweichen kann. Insofern kann die zukünftige Performance der Anlagealternativen nicht zugesichert werden.