

Im Reich der Mitte drohen Gefahren

CHINA Trotz Wirtschaftsboom: Wo und in welche Aktien ein Aktienfonds investiert, entscheidet inskünftig massgeblich über den Anlageerfolg.

ADRIAN SCHERER

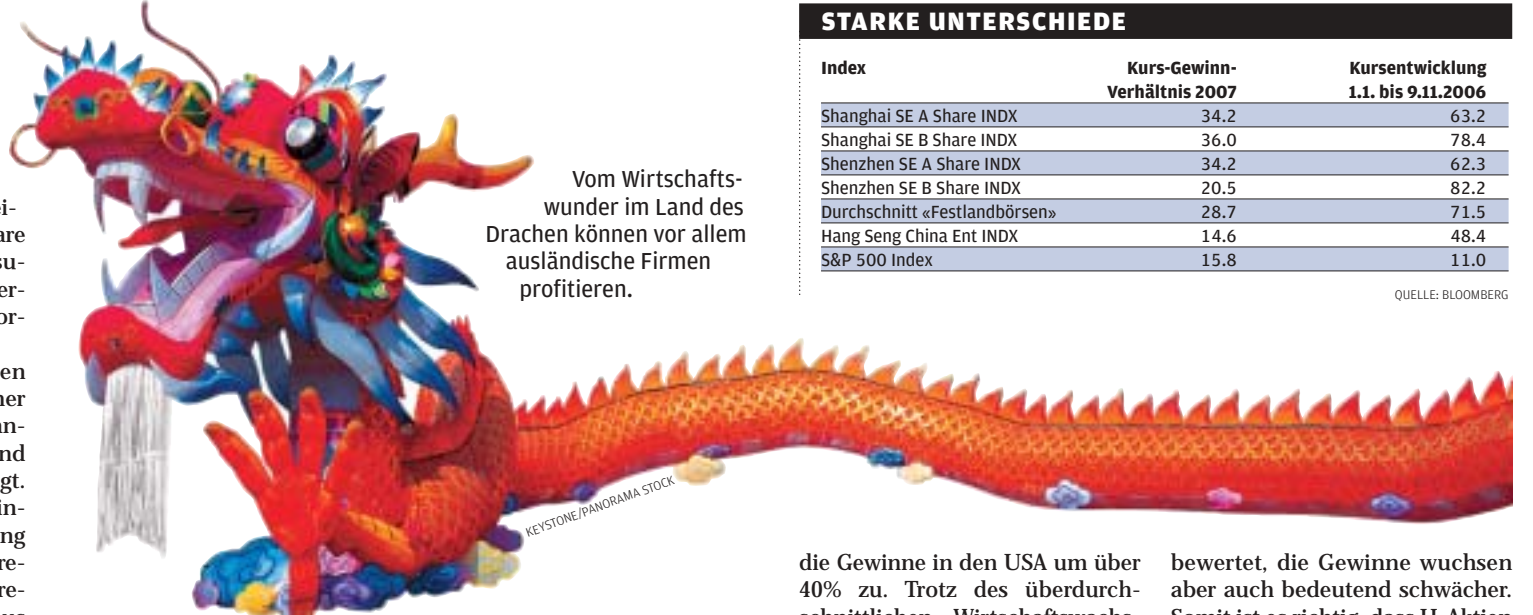
China-Aktien legten – gemessen am MSCI China Index – dieses Jahr um beinahe 70% zu und zählen zu den Top-Performern weltweit. Hauptgrund für das Interesse an Aktienfonds, welche in China investieren, dürfte das hohe Wirtschaftswachstum von langfristig rund 9% darstellen. Die Chancen stehen gut, dass dieses Wachstum mittel- und langfristig auch in der Zukunft gehalten werden kann, da der grösste Teil dieser Wachstumsrate auf Produktivitätsfortschritte zurückzuführen ist und sich gleichzeitig die Produktivität immer noch auf einem tiefen Niveau befindet.

Trotz dieses grundsätzlich attraktiven Umfeldes sollte eine Investition in China gut überlegt sein, da in China zahlreiche Probleme existieren, die der Aktienmarkt momentan auszublenken scheint. So altert die chinesische Bevölkerung auf Grund der Ein-Kind-Politik der 70er Jahre sehr schnell. Gleichzeitig besteht weder ein staatliches Altersvorsorge noch ein erschwingliches Gesundheitssystem. Das Wohlstandsgelände nimmt zu, und die Wahrscheinlichkeit zunehmender sozialer Spannungen steigt.

Die Umweltprobleme sind gewaltig, und wegen dem hohen Wasserverbrauch der Landwirtschaft besteht gerade im Norden eine beträchtliche Wasserknappheit. Das hohe Wachstum hat weiter dazu geführt, dass auch der Strom in einigen Regionen eine Mangelware darstellt. Die Presse wird zensuriert, die humanitären Rechte werden regelmässig verletzt und Korruption ist alltäglich.

Trotz grossen Verbesserungen ist auch das Bankensystem immer noch schwach, was sich unter anderem an einem hohen Bestand an Not leidenden Krediten zeigt. Die grossen Kreditbanken befinden sich trotz Börsenkotierung mehrheitlich in Staatsbesitz. Kredite werden oft nicht auf einer Kreditanalyse basierend, sondern aus politischen Gründen gewährt. Die Rechte der Investoren werden schlecht geschützt. Transparenz und Corporate Governance sind stark zurückgeblieben, während Insider-Trading zur Tagesordnung gehört. Zeitgemässe Rechnungslegungsvorschriften, welche mit IFRS vergleichbar sind, werden erst 2007 eingeführt.

Schengen, Shanghai oder Hongkong? A-Aktien, B-Aktien, H-Aktien oder «Red Chip»? In China steht der Fondsleger vor grossen Herausforderungen. An den Aktienmärkten in Shanghai und Shenzhen werden jeweils A- und B-Aktien gehandelt. Die A-Aktien notieren in der lokalen Währung Renminbi und sind Festlandinvestoren sowie qualifizierten ausländischen institutionellen Investoren vorbehalten. Die B-Aktien no-



Vom Wirtschaftswunder im Land des Drachen können vor allem ausländische Firmen profitieren.

tieren in US-Dollar oder Hongkong-Dollar und können sowohl von in- als auch ausländischen Investoren gekauft werden.

Nur H-Aktien sind interessant

Die Bewertungen zwischen den Börsenplätzen und Aktien-typen divergieren beträchtlich (siehe Tabelle). Überraschend ist dabei, dass die Festlandbörsen – gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis 2007 (KGV 07) – im Durchschnitt beinahe doppelt so hoch bewertet sind wie die H-Aktien in Hongkong. Es liegt somit auf der Hand, dass sich Investoren auf die günstigeren H-Aktien konzentrieren müssten. Bei der Selektion eines China-Aktienfonds sollte daher untersucht werden, ob der Fonds hauptsächlich oder sogar

ausschliesslich in H-Aktien investiert, da diese bedeutend günstiger bewertet sind.

Wie steht es aber mit der Attraktivität der günstigeren H-Aktien im internationalen Vergleich respektive im Vergleich zu den USA? Gemäss Tabelle sind H-Aktien mit einem KGV 2007 von knapp 15x bewertet, was sich mit einem KGV für den S&P500 von knapp 16x vergleicht. Sind H-Aktien somit günstig? Einer der Hauptfaktoren für die Höhe des KGV stellt das Gewinnwachstum der Unternehmen dar: Je stärker das Wachstum, desto höher das KGV. Die Analyse der Unternehmensgewinne führt zu einem überraschenden Ergebnis: Während die Gewinne für H-Aktien zwischen 2002 und 2005 pro Jahr um gut 20% wuchsen, legten

STARKE UNTERSCHIEDE

Index	Kurs-Gewinn-Verhältnis 2007	Kursentwicklung 1.1. bis 9.11.2006
Shanghai SE A Share INDX	34.2	63.2
Shanghai SE B Share INDX	36.0	78.4
Shenzhen SE A Share INDX	34.2	62.3
Shenzhen SE B Share INDX	20.5	82.2
Durchschnitt «Festlandbörsen»	28.7	71.5
Hang Seng China Ent INDX	14.6	48.4
S&P 500 Index	15.8	11.0

QUELLE: BLOOMBERG

die Gewinne in den USA um über 40% zu. Trotz des überdurchschnittlichen Wirtschaftswachstums von mehr als 9% konnten chinesische Firmen also ihre Gewinne zwischen 2002 und 2005 «nur» um jährlich rund 20% steigern, während es die US-Firmen schafften, mit einem Wirtschaftswachstum von rund 40% pro Jahr zu erreichen.

Das führt zu zwei wichtigen Schlussfolgerungen: Erstens ist ein hohes Wirtschaftswachstum nicht zwingend mit einem hohen Gewinnwachstum der Unternehmen gleichzusetzen. Trotz des hohen Wirtschaftswachstums wuchsen die Gewinne der China-Firmen weniger stark als diejenigen der US-Firmen, was als Ineffizienz der chinesischen Firmen interpretiert werden muss. Zweitens sind die H-Aktien zwar gemessen am KGV günstiger als die US-Aktien

bewertet, die Gewinne wuchsen aber auch bedeutend schwächer. Somit ist es richtig, dass H-Aktien aufgrund des tieferen Wachstums im Vergleich zum S&P500 mit einem Diskont gehandelt werden.

Die Investorenerwartungen bezüglich China sind momentan etwas überzogen; die potenziellen Probleme werden ausgeblendet. Eine vorsichtige Haltung gegenüber China ist daher ratsam. Als Alternative sind Unternehmen ausserhalb von China empfehlenswert, die von den attraktiven Bedingungen profitieren – als Produktionsstandort oder als Absatzmarkt. Daher kann auch durch eine Vielzahl europäischer, japanischer und amerikanischer Blue Chips indirekt auf China gesetzt werden.

Adrian Scherer, CFA, Chief Investment Officer, Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie (Schweiz) AG, Zürich.

Mit Alpha und Beta im Reinen

RISIKOMANAGEMENT Ein effizient gemanagtes Anlageportfolio muss die Risikoquellen entsprechend seinem Risikobudget dynamisch bündeln.

JOSÉ ANTONIO BLANCO

Es ist erstaunlich, wie locker die Finanzindustrie gegenwärtig mit den griechischen Buchstaben Alpha und Beta umgeht. Diese Begriffe wurden durch das Mitte der 60er Jahre entwickelte Capital Asset Pricing Model (CAPM) popularisiert. Darin bezeichnet Beta die Sensitivität der erwarteten Überschussrendite einer Anlage gegenüber der Überschussrendite des Gesamtmarktes. Es misst also das Risiko, das nicht einfach durch Diversifikation eliminiert werden kann und deshalb vom Markt eine entsprechend hohe Rendite als Entschädigung verlangt. Alpha ist die Überschussrendite, die aus den übrigen Risiken erwartet werden darf.

Heute wird Beta als fast wertloser Grundstoff dargestellt, der billig via Derivate gekauft werden kann. Alpha dagegen geniesst einen weit besseren Status: Es wird gleichgesetzt mit der Fähigkeit, durch geschicktes Anlegen Mehrwert gegenüber dem Markt zu generieren und gilt deshalb als sehr wertvoll.

Eine saubere Trennung dieser zwei Grössen wird übrigens mit der laufenden Erweiterung des Anlageuniversums um neue Anlagemöglichkeiten und somit des Marktes als Ganzem kontinuierlich erschwert. Es überrascht deshalb, dass die Separierung nach Alpha und Beta weiter vorangetrieben wird. Heute werden Finanzmärkte nach verschiedensten Kriterien (z.B. Kapitalisierung, Sektor, Laufzeit) detailliert in Klassen und Subklassen zerlegt, und in jeder dieser Kategorien wird von Alpha und Beta gesprochen, ohne

zu berücksichtigen, dass es oft starke Überlappungen zwischen diesen angeblichen Alphas und Betas gibt.

Viele Investoren vergessen auch, dass die Definition von Alpha und Beta nicht absolut ist, sondern von der Wahl des Referenzindex abhängt. Was relativ zu einem Index wie Alpha aussieht, kann relativ zu einem anderen Index plötzlich zu Beta mutieren. Investiert man beispielsweise systematisch in Aktien mit kleiner Marktkapitalisierung (Small Caps) und lässt sich gegen einen Blue-Chip-Index messen, wird die Differenz wie Alpha aussehen, obwohl das Portfolio de facto einen hohen Grad an systematischem Small-Cap-Risiko aufweist – eine Form von Beta.

Auch wenn man von diesem Missbrauch der ursprünglichen Idee absieht, hat die Erfahrung der letzten 40 Jahre gezeigt, dass das CAPM zwar ein mächtiges theoretisches Konzept ist, aber die Realität nicht sehr gut beschreiben kann.

Vor diesem Hintergrund lässt sich der Finanzmarkt als ein permanenter Fluss verschiedener Risikoquellen mit unterschiedlichen Risikoprämien beschreiben. Eine zweckmässige Portfoliokonstruktion besteht alsdann in der dynamischen Bündelung dieser Risiken, sodass eine möglichst hohe erwartete Rendite für das gezielte Risikoniveau erlangt werden kann.

Mehr Risiko für mehr Rendite

Die entscheidende Frage ist also nicht, ob nun Alpha oder Beta besser ist, sondern wie die verschiedenen Risiken gebündelt werden können, um ein möglichst gutes Portfolio zu erhalten. Dabei gilt es zu beachten, dass Rendite und Risiko eng miteinander verbunden sind: Nur wer bereit ist, entsprechende Risiken einzugehen, darf auf eine höhere Rendite hoffen. Risiko ist also weder gut noch schlecht, sondern die Vo-

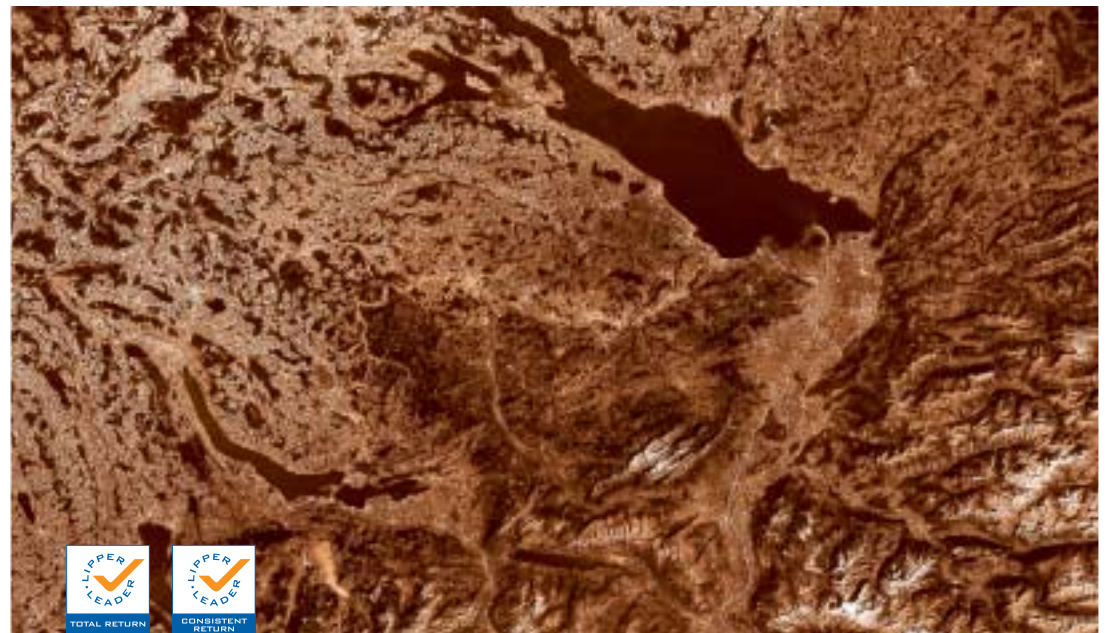
oraussetzung, um das Ziel überhaupt erreichen zu können. Die Kunst der Portfoliokonstruktion besteht darin, die verschiedenen Risiken – ob systematische (Betas) oder unsystematische (Alphas) – effizient zu kombinieren. Da sich zudem die Risiken und deren Entschädigungen über die Zeit ändern, muss die Portfoliostuktur laufend entsprechend angepasst werden. Deshalb sind die Asset-Allocation-Entscheidungen, also die Fähigkeit, die Betas über die Zeit zweckmässig zu steuern, mindestens so wertvoll wie die Fähigkeit, durch Titelselektion Alpha zu generieren. Es sollte in diesem Kontext nicht mehr von Asset Allocation, sondern von Risikokapital-Allokation gesprochen werden.

Der heutige Trend, strikt zwischen Alpha und Beta zu unterscheiden und sie als unabhängige Module zu behandeln, führt unweigerlich zu Ineffizienzen. Denn die dadurch errichteten künstlichen Schranken erschweren die Suche nach profitablen Anlagemöglichkeiten, ohne das Risiko zu reduzieren. Der vollständige Verzicht auf Beta, wie ihn oftmals Investoren mit einem Absolute-Return-Fokus anstreben, darf sogar als Fehler taxiert werden, sind doch die Betas, wie oben hergeleitet, eine wertvolle und sicherere Renditequelle als die Alphas.

Wer die vorhandenen Möglichkeiten erfolgreich ausnützen will, sollte auf Restriktionen und künstliche Kategorisierungen verzichten, Vorurteile, wie sie beispielsweise gegenüber Leerverkäufen (Short selling) oder dem Einsatz von Fremdkapital (Leverage) herrschen, fallen lassen und sich stärker auf die effiziente Verwendung des eigenen Risikobudgets konzentrieren. So kann der nächste Schritt im modernen Portfoliomanagement in die richtige Richtung vollzogen werden.

José Antonio Blanco, Regional Chief Investment Officer EMEA, UBS Global Asset Management, Zürich.

AKTIEN FONDS



Auch 2006 gehört der LLB Regio Bodensee Invest zu den besten Small und Mid Cap Fonds der Schweiz!

Mit einer Totalrendite von **34.9%** im Jahr 2006 (01.01. – 23.11.2006) hat er seine Investoren wieder zu Gewinnern gemacht! Das sind **4.1%** mehr als der Vergleichsindex!

Wir sind der Meinung, dass der Fonds weiterhin Potenzial hat und beraten Sie gerne.

LLB Regio Bodensee Invest (CHF)
Valoren-Nummer: 945 366

Hotline Fonds +423 236 86 60

Vertreterin, Zahlstelle und Vertriebssträgerin in der Schweiz:
Liechtensteinische Landesbank (Schweiz) AG
8008 Zürich · Schweiz · Telefon +41 44 421 46 11 · Fax +41 44 421 46 22 · E-Mail llb@llb.ch

Depotbank, Zahlstelle und Vertriebssträgerin in Liechtenstein:
Liechtensteinische Landesbank AG
9490 Vaduz · Liechtenstein · Telefon +423 236 88 11 · Fax +423 236 88 22 · E-Mail llb@llb.li
Internet www.llb.li

LIECHTENSTEINISCHE LANDESBANK AKTIENGESELLSCHAFT