

«Ausverkaufspreise bieten Alpha-Potenzial»

MITTWOCHSINTERVIEW Peter Jeggli, Manager von Hochzinsanleihen bei Fisch AM, profitiert von kurzfristigen Kurseinbrüchen gefallener Engel, die übertrieben abgestraft werden.

Herr Jeggli, Sie managen Publikumsfonds und Mandate für Hochzinsanleihen. Werden für Sie die wachsenden Zahlungsausfälle zum Problem?

Ja, daher ist Kapitalsicherung ein zentraler Baustein in unserem Anlageprozess. Die Ausfallquoten steigen, auch bei europäischen Hochzinsanleihen, aber nicht so schnell wie in Nord- und Lateinamerika.

Wie kam es dazu?

Der gesunkene Ölpreis und Überkapazitäten in der Grundstoffindustrie schmälern den Ertrag oder den verursachen Verlust. Die Zeiten, als junge Firmen grosszügig billiges Fremdkapital aufnehmen konnten, um damit immer neue Fundstätten zu erschliessen, sind vorbei.

Wie lange wird das noch so weitergehen?

Zahlungsschwierigkeiten werden zunehmen, weitere Defaults kommen auf uns zu. Bis 2017 wird der Stress in der Energie- und der Rohstoffbranche, der sich 2014 abzeichnete, wohl noch anhalten. Dies hat für Anleger auch einen positiven Aspekt, trennt es doch die Spreu vom Weizen.

Wie werden Portfoliomanager damit fertig?

In dieser Zeit ist es zentral, durch akribische Bonitätsanalyse mögliche Wackelkandidaten frühzeitig zu erkennen und durch konsequente Entscheidungen die Kapitalsicherung zu gewährleisten. Gleichzeitig gilt es, neue Renditeopportunitäten in Firmen zu nutzen, die unseres Erachtens zu Unrecht in der Bonität abgestraft wurden.

Haben Sie ein Vorwarnsystem?

Wir haben unseren Kreditanalyseprozess zusammen mit der Rating-Boutique Independent Credit-View entwickelt. Unser Kreditrisikomodell – in Anlehnung an das Z-Score-Modell von Professor Altman – verarbeitet historische Daten und führt wichtige Frühwarnindikatoren wie Cashflow, Cash-Konvertierung und Geschäftsrisikoveränderung zu einem Credit Score zusammen.

Das Modell hilft Ihnen auch bei der Auswahl der Fallen Angels, die für Ihr Portfolio in Frage kommen?

Genau – es zeigt uns die gefallenen Engel, also Emittenten, die zwar den Status der Anlagequalität oder Investment Grade, kurz IG, verloren haben, die aber substantiell fähig sein sollten, ihre Schulden weiter zu bedienen. Deren Anleihen erleiden durch die Herabstufung überdurchschnittliche Kursverluste, weil viele Anleger diese Bonds wegen ihren Anlagerichtlinien innerhalb einer kurzen Frist um jeden Preis abstossen müssen. Die so entstehenden Ausverkaufspreise bieten uns dann interessante Anlagechancen.

Gilt für Sie beim Universum dieser Fallen Angels eine Rating-Untergrenze?

Nein, wir entscheiden jeweils im Einzelfall nach sorgfältiger Bonitätsanalyse.

Was ist so attraktiv an Fallen Angels?

Sie bringen uns eine Mehrrendite – wenn man sie clever einsetzt. Vergleicht man den US-Fallen-Angels-Index mit dem US-High-Yield-Index, erkennt man, dass sich mit gefallenen Engeln ein wesentlicher Mehrertrag erzielen lässt. Von den zwanzig grössten Fallen Angels 2002 ist bislang nur einer – Worldcom – als zahlungsunfähig ausgefallen.

Nur ein schwarzes Schaf in der Herde der zwanzig grössten Fallen Angels?

Ja, und dieses schwarze Schaf wurde durch unser Vorwarnsystem angezeigt. Worldcom sandte die typischen Frühwarnsignale: Umsatz, Ebitda und Gewinn stiegen. Der Cashflow aber war negativ, weil Worldcom Kosten nicht der Erfolgsrechnung belastete, sondern in der Bilanz aufkapitalisierte. Diese Schiefelage hat unser Modell erkannt.



Peter Jeggli: «2% Zinsanstieg lassen sich verkraften.»

Gibt es auch positive Beispiele?

Neben GM und Ford, die sich nach Absatz- und Managementproblemen finanziell wieder erholt haben, ist die norwegische Exportfinans ein gutes Beispiel eines gefallenen Engels, der wieder die Kurve gekriegt hat. Bei Exportfinans hatten wir nie Zweifel an der Zahlungsfähigkeit.

Was haben Sie denn aus dem global über 2300 Mrd. \$ schweren Universum gefallener Engel zuletzt gekauft?

Wir haben Anleihen von Anglo American, Yum Brands – bekannt für Restaurantketten wie KFC, Pizza Hut oder Taco Bell – und Freoport-McMoRan erworben.

Und die Marktliquidität spielt mit?

Aus Liquiditätsgesichtspunkten ist es besser, wenn grosse Anleihevolumen wie etwa Anglo American betroffen sind.

«Wir haben zu Ausverkaufspreisen Anleihen von Anglo American oder Yum Brands erworben.»

Dann müssen viele Investoren verkaufen, was uns wiederum eine grosse Auswahl an Renditeopportunitäten sowie eine hohe Liquidität bietet.

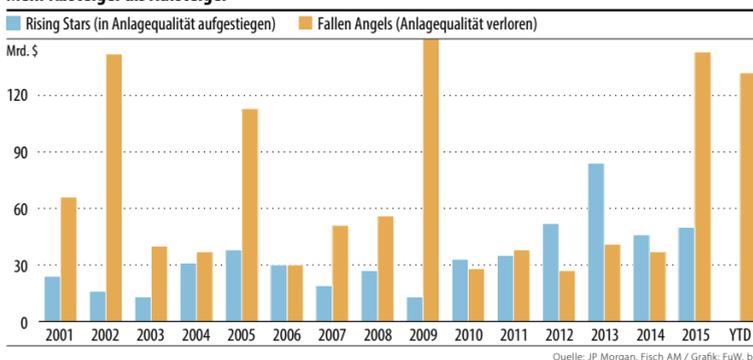
Sie profitieren also von Tiefstpreisen, die sich vorübergehend notgedrungen bilden?

Weil die potenziellen Käufer im Hochzinssegment sich erst formieren müssen, fehlt in einem Abwärtssog die Nachfrage. Daraus resultieren oft Ausverkaufspreise. Eine solche Situation erleichtert es uns, Alpha zu generieren, also einen Mehrertrag über die durchschnittliche Marktentwicklung hinaus zu erwirtschaften.

Zentral ist also die Frage des Einstiegszeitpunkts, um mit gefallenen Engeln Alpha zu generieren können?

Wichtig ist zuerst die Bonitätsanalyse. Man muss danach zudem den richtigen Zeitpunkt erwischen sowie ausreichend

Mehr Absteiger als Aufsteiger



über Regionen und Sektoren diversifizieren und darf auf keinen Fall alles kaufen, was sich anbietet.

Wie muss man sich das vorstellen?

Nehmen sie die Herabstufung Russlands 2015. Grosse Namen wie etwa Gazprom sind von Anlagequalität in den Hochzinsbereich abgerutscht. Erst nach einer gewissen Zeit sind diese Kurse dann wieder gestiegen – und dann dafür unaufhörlich.

Haben Sie noch andere Beispiele?

Etwa die Rückstufung Brasiliens. Niemand kaufte damals diese Bonds mit dem Ergebnis, dass sie weiter fielen. Die Kurs-erholung der brasilianischen Unternehmensanleihen setzte erst kürzlich ein.

Die Spreads, also die Renditedifferenz zwischen Hochzins- und Staatsanleihen, schwanken recht stark in Abhängigkeit des Konjunkturzyklus. Ab welcher Höhe sollten Anleger aufpassen?

Hochzinsinvestoren sind langfristig orientiert und schlecht beraten, den Markt zu timen. Spreads von über 600 Basispunkten sind ein Indikator für erhöhte Ausfallraten.

Hohe Spreads sind ein Warnsignal?

Wenn die Spreads steigen, steht nicht selten eine Rezession bevor. Das muss aber nicht immer so sein. 2011 stiegen sie auf 1000 Basispunkte. Dies lag jedoch an der Eurokrise und der Schiefelage Griechenlands. In den USA gab es keine Rezession.

Was sagen Ihnen die jetzigen Spreads?

Gemessen an den Spreads sind wir in den USA in einer Rezession. Fundamental weist aber nichts darauf hin.

Die Vergangenheit zeigt, dass die Spreads nie lange auf den hohen Niveaus bleiben.

Das ist eine wichtige und positive Botschaft. In Krisenzeiten müssen sich die Unternehmen neu aufstellen, Kosten sparen und restrukturieren. Einige gehen Konkurs, andere kürzen ihre Budgets und entlassen Mitarbeiter. Weil diese Massnahmen zeitnah passieren, konnten in der Vergangenheit geduldige Investoren in-nerhalb zwei bis drei Jahren von der Erholung profitieren. Wir nutzen derzeit aktiv solche Opportunitäten.

Aber sie müssen sich schnell entscheiden?

Ja, ein schönes Beispiel ist der März, der uns die stärkste Hochzins-Monatsperformance seit Herbst 2011 lieferte. Der Index ist seit Jahresanfang um über 5% im Plus.

Wie lange wird sich diese positive Entwicklung im Hochzinsbereich noch fortsetzen?

Unsere Hochzinsportfolios erzielen rund 7% fortlaufende Rendite. Anhand der historischen Verlaufsmuster und unter Voraussetzung der Vermeidung einer Rezession erwarten wir positive Renditen über die nächsten zwei bis drei Jahre.

Und die Verlustrisiken?

Unsere Hochzinsstrategie hat eine Duration von rund vier Jahren. 2% Zinsanstieg lassen sich somit bei unveränderten Spreads verkraften. Umgekehrt wären wir bei Rezessionsängsten auch gegen einen Spreadanstieg von zwei Prozentpunkten gewappnet, bei unveränderten Zinsen.

INTERVIEW: MANFRED KRÖLLER

Markttechnik

Wenn der Ölpreis die Börse ölt

Vorletztes Wochenende tagte die Opec. Ziel: Produktion drosseln, Ölpreis mindestens stabilisieren. Ergebnis: Konferenz gescheitert. Am darauffolgenden Tag eröffnete der Crude-Oil-Futures in Fernost 4,5% tiefer und fiel um bis zu 6,9%. Das nennen gewisse Leute effiziente Verarbeitung von Informationen.

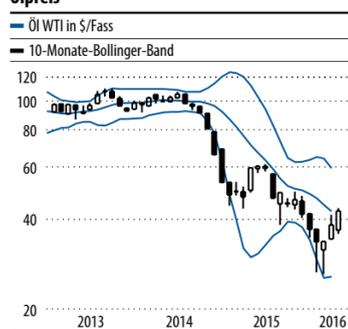
Für mich war das ganz einfach wertungsfrei eine Reaktion auf eine Nachricht. Sie war – wie Reaktionen auf Tagesnachrichten meistens sind – ökonomisch ineffizient, denn seither ist der US-Crude-Oil-Futures bis letzten Freitag 16,3% gestiegen. Damit hat er den Trend nach oben fortgesetzt, der am 11. Februar begonnen und bis zum 22. April einen Anstieg von 60% gebracht hat.

Ein junger Bulle

Wie Preise auf welche Nachrichten reagieren, ist ein wichtiger Informant. Der bisherige Verlauf an der Nahtstelle Preis/Nachrichtenfluss ist ein Mosaiksteinchen im Porträt des Ölmarktes. Es stellt einen jungen Bullen dar, von dem man noch nicht weiss, wie dynamisch und kräftig er werden wird, aber gleichzeitig annehmen darf, dass er nicht eines vorzeitigen Todes stirbt.

Es gibt noch andere Mosaiksteinchen, die gar nicht alle aufgezählt werden können. Eines möchte ich allerdings erwähnen, weil es immer wieder vorkommt und nie gering geschätzt werden sollte. Es geht um das Dreiecksverhältnis zwischen Relative Strength Index (RSI), Preis und Bollinger-Band, in diesem Falle dem 10-Monate-Band. Der tiefste Wert des RSI wurde Ende Januar 2015 auf 24,3515 notiert. Der Öl-

Ölpreis



preis lag bei 47.85 \$. Gleichzeitig entwickelte sich (vgl. Chart) eine Blase in besagtem Band. Zu erwarten war eine Erholung gegen den fallenden Trend. Sie liess nur zwei Monate auf sich warten (für meine Kritiker: sie wurde in der Kolumne vom 4. März 2015 angesagt).

Die Erholung führte bis zum fallenden 10-Monate-Durchschnitt und scheiterte dort im Juni 47% über dem Tiefststand von März 2015. Im Februar 2016 schloss der Preis auf 33.90 \$, nach einem Tief von 26.05 \$. Der RSI hatte sich derweil von 24,3515 auf 26,3312 erholt. Eine deutliche positive Divergenz zwischen Preistrend und RSI war entstanden. Die japanische «Kerze» des Monats Februar stellte einen sogenannten Doji dar. Die zweite «Blase» im Abwärtstrend seit Juli 2014 war im 10-Monate-Bollinger Band entstanden und setzte an, sich zu schliessen.

Signalwirkung

Die Kombination der positiven Divergenz, des Doji und der Bollinger-Blase ist es, die dafür spricht, dass der Ölpreis im Februar – Opec hin oder her – sein Tiefst im Abwärtstrend gesehen und eine Trendwende eingeläutet hat. Als einzelne Erscheinung hätte keines dieser Symbole Signalwirkung gehabt. Diese Kombination war der Katalysator für die Rally gegen den Trend an den Aktienmärkten. Seit dem 11. Februar legen Aktien aus Gruppen wie Öl, Rohstoffe, Industrie relativ stark zu den Indizes zu, während die früheren Gewinner, besonders aus Getränke und Nahrungsmittel, Pharma und dergleichen, relativ zu den Indizes fallen.

Diese Neuausrichtung der Präferenzen ist noch nicht abgeschlossen. Viele werden sich an das Ende der Ölbaixe noch anpassen müssen. Die enge Korrelation zwischen Ölpreistrend und Aktienindextrend ist daher als noch nicht beendet anzusehen. Doch wie es mit Katalysatoren an der Börse üblich ist, wird auch dieser seine Wirkung mit der Zeit verlieren. Von einer dauerhaften Korrelation zwischen Aktienindizes und Öl kann man nicht ausgehen. Die Geschichte spricht jedenfalls nicht dafür.

ALFONS CORTES www.unifinanz.li

Die Meinung des Autors muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.

Meinungen zur Börsenlage

Value Europa

Nicht nur die Natur, auch unser nach Value-Kriterien zusammengestelltes Aktienportefeuille für Europa erspriesst in frischem Grün. Neu befinden sich Aberdeen AM, Swiss Re, EasyJet, Hugo Boss und Renault darunter, ebenso die finnischen UPM Kymmene und Metso (Baumaschinen), Saras (Ölraffinerie) aus Italien sowie aus Britannien Atkins (Unternehmensberatung) und Elementis (Spezialchemie). Viscofan (Fleischverpackungen), Austria Technologie & Systemtechnik sowie Dialog Semiconductors, IG Group, Land Securities und Evonik Industries runden die Liste der Neuen ab. Ihre bisherigen Plätze in der Auswahl der 25 günstigsten Dividendendepapiere Europas behalten haben Stada Arzneimittel, Orion sowie Syngenta.

SALMANN INVESTMENT MGT.

Roche/Novartis

Beide Titel handeln mit einem Abschlag zu globalen Big Pharma. Das spiegelt keineswegs die Leistungsstärke der beiden Pharmariesen. Novartis notieren mit einem Abschlag von rund 15%, Roche mit knapp 10%. Die Dividendenrendite liegt bei jeweils rund 3.5%, was verglichen mit dem globalen Sektor (2,7%) sehr attraktiv ist. Roche und Novartis sind beide Bestandteil unseres Swiss Equity Investment Portfolio.

NEUE HELVETISCHE BANK

Edelmetall

Edelmetalle bleiben im anhaltend durch sehr tiefe bis negative Zinsen geprägten Umfeld attraktiv. Sie reduzieren dank den guten Korrelationseigenschaften zusätzlich das Portfoliorisiko. Wir empfehlen, in physisch replizierte ETF auf Gold oder in einen Edelmetallbasket zu investieren.

PRIVATBANK VON GRAFFENRIED

Bausektor

Die globale Bautätigkeit hat sich in den letzten Monaten nicht zuletzt dank den rekordtiefen Zinsen belebt. In Europa scheint die Talsohle Mitte 2015 durchschritten worden zu sein. Baugenehmigungen in Märkten wie Deutschland, Italien und Spanien, aber auch Renovationen nehmen zu. Dieser Trend wird sich – mit gewisser Verzögerung – in höherem Umsatz bei Baudienstleistern und -zulieferern niederschlagen. Unsere Spektralanalyse lässt die Aktie von Geberit im Sektorvergleich herausstechen – eine interessante Investitionsmöglichkeit.

ACREVIS BANK

Selektiv vorgehen

Das Aufwärtspotenzial bleibt bei rückläufigem Gewinnverlauf und gleichzeitig erhöhter Bewertung begrenzt. Die inzwischen überkauften Märkte zeigen meist weiter sinkende Langfristrends. Wir setzen auf solide Firmen mit Potenzial für positive Überraschungen und favorisieren ABB, Novartis, Siemens und Linde.

LIENHARDT & PARTNER