



BILD: IRIS C. HINTER

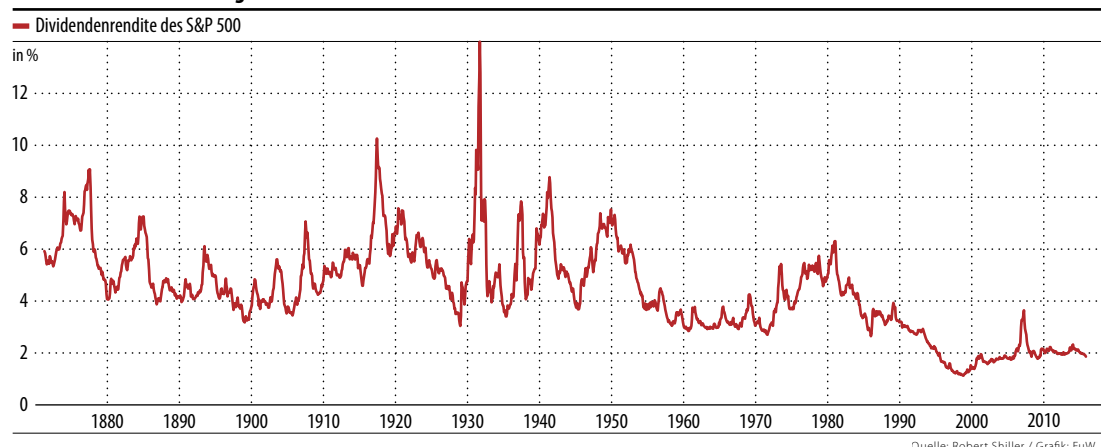
- 1/7: Buy & Hold
Abwarten und Tee trinken
- 2/7: Rebalancing
Richtig austariert
- 3/7: Value
Von Preis und Wert
- Serie**
- Investitionsstile**
- Carry**
- 4/7
- 5/7: Growth
Alles fängt mal klein an
- 6/7: Momentum
The Trend is your Friend
- 7/7: Faktoren
Die richtige Mischung macht's

Die Theorie überlisten

Für Carry-Investoren zählt vor allem der Cashflow. Oft nutzen sie internationale Zinsdifferenzen aus, was gemäss herrschender Lehrmeinung nicht funktionieren sollte. Die Realität sieht jedoch anders aus. **THORSTEN HENS**

Bevor Schweizer Pensionskassen in Aktien investierten, waren sie typische Carry-Investoren – auch wenn sie damals noch nicht so genannt wurden. Das angesparte Pensionsgeld wurde so in Obligationen und Immobilien investiert, dass es regelmässige Zins- und Rückzahlungen generierte, um die Pensionsverpflichtungen zu decken. Da die Cashflows aus den Investitionen jederzeit den Pensionsverpflichtungen entsprachen, konnten die Pensionskassen dem munteren Treiben an den Finanzmärkten gelassen zusehen. Die Sicherheit, dass die Guthaben der Kasse mindestens so hoch sind wie die Verpflichtungen, also das Asset-Liability-Management, wurde durch die Steuerung der Cashflows erreicht. Diese Sichtweise lässt sich natürlich auch auf Aktien übertragen. Ein Carry-Investor kauft Aktien, die hohe Dividenden auszahlen.

Die Kurse schwanken einiges stärker als die Dividenden



Quelle: Robert Shiller / Grafik: FuW, sm

Cash is King

Grundidee des Carry Investing: Was für Sie vor allem zählt, ist die Cash-Auszahlung einer Anlagemöglichkeit – also die Mietzahlungen von Immobilien, die Zinszahlungen von Obligationen und die Dividendenzahlungen von Aktien. Ihre Cash-Auszahlungen sichern Ihren Bedarf, sodass Sie Kursschwankungen der Anlagen kalt lassen. Sie gehen davon aus, dass sich diese über die Zeit ausgleichen werden.

Wissenschaftliche Fundierung

Cashflows aus Obligationen, Immobilien und Aktien sind im Vergleich zu den Marktbewertungen der zugrundeliegenden Assets sehr stabil. Dabei sagt die klassische Finanztheorie, der Kurs einer Wertanlage werde durch die zukünftigen Cashflows bestimmt.

Wie passen stabile Cashflows und volatile Bewertungen zusammen? Dazu wird natürlich viel theoretisiert. Kurz gesagt: Es wird nichts so heiss gegessen, wie es gekocht wird. In den Bewertungen schlagen sich über- und untertriebene Erwartungen sowie die schwankende Risikoaversion der Marktteilnehmer nieder: Mal ist der Markt im Risk-on-Modus, dann wieder im Risk-off-Modus. Am Beispiel des amerika-

nischen Leitindex S&P 500 lässt sich zeigen, wie wenig Marktbewertungen und Dividenden übereinstimmen (vgl. Grafik). Die Dividendenrendite – also das Verhältnis aus Dividenden zur Marktkapitalisierung – schwankt zwischen 2% und 14%.

Für die Gelassenheit gegenüber Marktschwankungen zahlt der Carry-Investor jedoch einen hohen Preis, da die Cashflows sehr bescheiden sein können. Zurzeit bekommt man aus sicheren Obligationen in Franken keinen Zins, aus Schweizer Immobilien einen Mietzins von ungefähr 3%, und die Dividendenrendite des SMI beträgt im langfristigen Mittel 2%.

Um mit Carry Investing ansprechende Renditen zu erreichen, sollte man die Idee global anwenden.

Irgendwo auf der Welt gibt es meist hohe Zinsen. Wenn man dann Geld in Ländern mit niedrigen Zinsen aufnimmt und in Ländern mit hohen Zinsen investiert, kann man die Zinsdifferenz nach Hause tragen – also Carry verdienen. Gemäss herrschender Lehrmeinung der Finance ist dies nicht möglich, da man am Wechselkurs genau so viel verliert, wie man an der Zinsdifferenz gewinnt – es sollte also die ungedeckte Zinsparität gelten. Viele empirische Studien zeigen aber, dass dies nicht stimmt. Im Gegenteil, es kann sein, dass der Carry-Investor sogar am Wechselkurs verdient.

Wo ist der Haken?

Carry Investing ist ertragreich und losgelöst von Marktschwankungen. Jedoch darf man die Rechnung nie ohne den Wirt machen. In der Schweiz werden Carry-Investoren von der Steuer benachteiligt. Die Cashflows – Zinsen, Dividenden oder Miet-einnahmen – werden als Einkommen besteuert, die Kursgewinne aber nicht.

Thorsten Hens ist Professor am Institut für Banking und Finance der Universität Zürich.

DIE SERIE

Die Sommerserie der «Finanz und Wirtschaft», die in Zusammenarbeit mit Professor Thorsten Hens von der Universität Zürich entstanden ist, stellt die in der Wissenschaft bekannten Investitionsstile vor. Die Serie soll dem Anleger helfen, seinen Stil zu finden, weil es sich langfristig lohnt, stilvoll anzulegen.



BILD: ZVG

PETER PÜHRINGER

Peter Pühringer ist einer der weltbesten Carry-Investoren. Seit mehr als zwanzig Jahren hat er mit seiner ZZ-Gruppe eine Durchschnittsrendite von über 20% p.a. erzielt. Sein Investitionsstil ist, internationale Zinsdifferenzen auszunutzen, was gemäss der Finanzmarkttheorie nicht funktionieren sollte. Nur wusste das Herr Pühringer nicht und hat gemacht, was aufgrund der Theorie nicht möglich ist. Nun muss die Theorie über die Bücher und ihr Dogma der ungedeckten Zinsparität überdenken.