



«Gespaltene» Konsumenten

mbe. Der Privatkonsument ist auch in der Schweiz die wichtigste Komponente des Bruttoinlandsprodukts (BIP), und entsprechend bedeutend ist er in der kurzen und mittleren Frist für das BIP-Wachstum. Wie es um die Verfassung der Schweizer Konsumenten steht, lässt sich zurzeit aber schwer beurteilen. Einerseits zeigen jüngste Daten eine weiterhin schlechte Konsumentenstimmung (auch wenn sich wieder etwas mehr Optimismus abzeichnet). Andererseits spiegelt sich die Gemütslage noch kaum im Konsumverhalten: So hielten sich die Detailhandelsumsätze bis Ende 2008 gut. Der Widerspruch zwischen Stimmung und Verhalten wird sich irgendwann auflösen müssen – hoffentlich so, dass sich die Stimmung aufhellt und nicht der Konsum einbricht.

Staatspapiere mit Potenzial

feb. Die Analytiker der Bank Clariden Leu rechnen mit einem weiterhin günstigen Umfeld für Staatsanleihen. Die Volkswirtschaften der Industrieländer dürften in diesem Jahr um 2% bis 3% schrumpfen, und ein Ende der Finanzkrise ist vorerst nicht in Sicht. Dies dürfte die Nachfrage nach sicheren Staatsanleihen hoch halten. Ausserdem stellten die Ankündigungen von Notenbanken, längerfristige Obligationen zu kaufen, eine Art Versicherung der Investoren gegen steigende Bond-Renditen dar. Auch lehre die Wirtschaftsgeschichte, dass Inflation und Bond-Renditen während Banken- und Wirtschaftskrisen zurückgingen – selbst wenn grosse Mengen an neuen Obligationen emittiert würden und die Staatsverschuldung stark zunehme.

Historischer Banken-Crash

cae. Während früheren Krisen sind die Kurse von Bankaktien von ihren Höchst- zu ihren Tiefstständen durchschnittlich um rund 80% eingebrochen. Während der derzeitigen Krise haben die meisten europäischen und amerikanischen Bankaktien bereits so viel verloren. Trotzdem warnen die Ökonomen der Credit Suisse davor, sich bereits über eine bevorstehende Wende zu freuen. Einiges spreche dafür, dass die Krise dieses Mal schlimmer sei als frühere. Sowohl die Banken als auch ihre Kunden seien zu einem viel grösseren Ausmass fremdfinanziert. Zudem verschärften Regulierungen wie Basel II oder das Mark-to-Market-Prinzip die Krise. Das globale Ausmass mache die Krise heute zudem unvergleichbar mit früheren.

Die Kraft der Geburtenrate

ra. Es gibt mögliche Zusammenhänge, die für Anleger nicht unmittelbar relevant sind, aber dennoch eine gewisse Faszination ausüben. Dazu gehört ein Vergleich der inflationsbereinigten Entwicklung des amerikanischen S&P-500-Aktienindex und der Geburtenrate in den USA. Verschiebt man letztere um 46 Jahre nach vorne, zeigt sich ein erstaunlicher Gleichlauf zwischen den beiden Indizes. Aktienmärkte sind zahlreichen Einflussfaktoren ausgesetzt, wobei sich nie exakt bestimmen lässt, welchen Einfluss welche Ereignisse haben. Sicher spielt sehr langfristig auch die Entwicklung der Bevölkerung eine wichtige Rolle. Allerdings lässt sich zum Leidwesen der Investoren daraus wohl keine überzeugende Anlagestrategie ableiten.

AGENDA

Konjunktur und Politik

17. 2. **ZEW-Konjunkturumfrage Deutschland**
Februar (E): -26,0 (Vormonat: -31,0)
Handelsbilanz Euro-Zone
Dezember (Vormonat: -7 Mrd. €)
Empire-State-Manufacturing-Index USA
Februar (E): -23,0 (Vormonat: -22,2)

18. 2. **Industrieproduktion USA**
Januar (E): -1,4% (Vormonat: -2,0%)

19. 2. **Handelsbilanz Schweiz**
Januar (Vormonat: 0,22 Mrd. Fr.)
ZEW-Konjunkturumfrage Schweiz
Februar (Vormonat: -66,7)
Frühindikatoren USA
Januar (E): 0% (Vormonat: 0,3%)
Produzentenpreise USA
Januar (E): 0,2% (Vormonat: -1,9%)

20. 2. **Konsumentenpreise Frankreich**
Januar (Vormonat: -0,2%)
Konsumentenpreise USA
Januar (E): 0,3% (Vormonat: -0,7%)

Unternehmen und Märkte

16. 2. **Also GJ 2008**
G/A (E): k. A. (i. V.: Fr. 4.06)

17. 2. **Clariant GJ 2008**
G/A (E): Fr. 1.26 (i. V.: Fr. 0.62)
Schindler GJ 2008
G/A (E): Fr. 4.91 (i. V.: Fr. 4.48)
Givaudan GJ 2008
G/A (E): Fr. 63.93 (i. V.: Fr. 14.35)
Phoenix Mecano GJ 2008
G/A (E): € 32.42 (i. V.: € 30.41)

18. 2. **Synthes GJ 2008**
G/A (E): \$ 6.29 (i. V.: \$ 5.72)
Temenos GJ 2008
G/A (E): \$ 1.04 (i. V.: \$ 1.11)

19. 2. **Nestlé GJ 2008**
G/A (E): Fr. 2.97 (i. V.: Fr. 2.89)
Swiss Re GJ 2008
G/A (E): Fr. -1.422 (i. V.: Fr. 3.14)
Bell GJ 2008
G/A (E): Fr. 132.74 (i. V.: Fr. 139.67)
Actelion GJ 2008
G/A (E): Fr. 2.87 (i. V.: Fr. 2.77)
Vontobel GJ 2008
G/A (E): Fr. 2.67 (i. V.: Fr. 3.29)
Basler Kantonalbank GJ 2008
G/A (E): k. A. (i. V.: Fr. 6.69)

20. 2. **Atel GJ 2008**
G/A (E): k. A. (i. V.: Fr. 257.38)
Baselland. Kantonalbank GJ 2008
G/A (E): k. A. (i. V.: Fr. 40.63)

23. 2. **Austriamicrosystems GJ 2008**
G/A (E): € 1.36 (i. V.: € 2.42)

E: Erwarteter Wert, Q: Quartal, G/A: Gewinn pro Aktie (Gesamtjahr), GJ: Geschäftsjahr, i. V.: im Vorjahr.

Laufend aktualisierte Börsenkurse

Auf dem Finanzportal von NZZ Online finden die Anleger rund um die Uhr aktuelle Wertpapier-Kurse sowie eine Vielzahl von Werkzeugen zur Kurs-Analyse: www.nzz.ch/finanzen

Mit ETF durch die Krise steuern

Unterschiedliche Ansätze bei der Index-Abbildung

Unter den an der Schweizer Börse (SIX) kotierten Exchange-Traded Funds (ETF) sind auch viele krisentaugliche Produkte. Bei der Index-Abbildung einiger ETF bestehen aber Sicherheitsrisiken.

feb. Die Zahl der an der Schweizer Börse SIX kotierten Exchange-Traded Funds (ETF) wächst und wächst. Mittlerweile sind hierzulande mehr als 150 solcher Produkte kotiert, und das Angebot wird immer vielfältiger. ETF bilden Indizes ab und sind deutlich günstiger als herkömmliche Anlagefonds, weshalb sie sich bestens für Privatanleger eignen. Laut Anbietern sind zurzeit aufgrund der Finanz- und Wirtschaftskrise vor allem ETF auf die «Krisenwährung» Gold populär. Hiervon profitieren die Zürcher Kantonalbank und Julius Bär mit ihren mit physischem Gold unterlegten ETF. Dabei sichert Julius Bär die Dollar-Währungsrisiken von Gold ab, während die ZKB darauf verzichtet. Auch Produkte auf Staatsanleihen-Indizes und Geldmarkt-ETF finden zurzeit viele Käufer. So ist der erst im Dezember 2008 lancierte Lyxor ETF Euro Cash (Eonia) von der Société-Générale-Tochter Lyxor bereits auf ein Volumen von mehr als 2,4 Mrd. € gewachsen.

Neue Produkte in Planung

An der SIX gibt es mittlerweile auch Exchange-Traded Funds, mit denen Anleger auf fallende Kurse beim Deutschen Aktienindex (DAX), dem britischen FTSE-100 oder dem europäischen Euro-Stoxx-50 setzen können («Short ETF»). Indes denken viele Anbieter angesichts des auch in der Krise anhaltenden ETF-Booms über neue Produkte nach. Die zur Deutschen Bank gehörende db x-Trackers will laut einem Repräsentanten noch im ersten Halbjahr neue Rohwaren- und Obligationen-ETF auf den Schweizer Markt bringen. Auch Lyxor und iShares planen neue Produkte. Damit dürfte das Wachstum des Marktes anhalten.

Ein beherrschendes Thema am ETF-Markt ist indes nach dem Kollaps der Investmentbank Lehman Brothers das Risiko von Emittenten-Ausfällen. ETF sind zwar – wie herkömmliche Anlagefonds auch – Sondervermögen; im Falle des Konkurses der emittierenden Bank sind ETF-Gelder mithin vom Rest der Konkursmasse getrennt und damit abgesichert. Allerdings setzen viele Anbieter bei der Index-Abbildung Swaps bzw. Derivate ein – es besteht also bei diesen ETF ein gewisses Emittenten-Risiko, das Anleger beachten sollten. Die Methode der vollständigen Index-Abbildung

(«full replication»), die viele ETF verfolgen, schliesst dies aus. Die im Index enthaltenen Wertpapiere werden tatsächlich gekauft. Laut Fondsspezialisten ist dies eine konservative Methode, mit der Anleger nichts falsch machen können. Allerdings drohen hier gewisse Abweichungen vom Index und höhere Kosten, und bestimmte Barometer lassen sich nicht abbilden.

Ausfallrisiken bei Swap-Einsatz

Deshalb sollte man auch die zweite übliche ETF-Abbildungsmethode, die synthetische Replikation («Swap-Methode»), nicht verdammen. Hier werden Indizes über den Einsatz von Derivaten nachgebildet, es besteht also ein gewisses Ausfallrisiko. Die EU-Richtlinie Ucits III beschränkt den Einsatz von Derivaten bei Anlagefonds allerdings auf 10%. Bei Geldmarkt-ETF bleibt den Anbietern zudem gar nichts anderes übrig, als Swaps einzusetzen. Auch sind die Märkte in Schwellenländern oft zu klein für die Methode der vollständigen Index-Nachbildung. Als Beispiel dient hier ein ETF auf den Aktienmarkt Vietnam, den db x-Trackers im Angebot hat. Mit dem Representative-Sample- und dem Optimierungs-Ansatz gibt es zwei weitere Methoden, die jedoch nur selten praktiziert werden. Bei beiden werden nicht alle im Index enthaltenen Aktien erworben, weshalb die Abweichung vom Barometer («tracking error») höher ausfällt.

Derzeit arbeiten einige Anbieter daran, die Emittenten-Risiken zu eliminieren bzw. zu verringern. db x-Trackers, die den Swap-Ansatz verfolgt, will laut einem Vertreter in dieser Woche eine neue Struktur für ihre Produkte bekanntgeben. Bei ihren neuen, «voll besicherten ETF» soll das Ausfallrisiko bei ETF abgesichert sein. Die neue Struktur werde auch dafür sorgen, dass bei einem ETF auf einen europäischen Aktienindex auch tatsächlich europäische Aktien im Portfolio seien. Dies ist laut einem Vertreter des Fonds-Research-Hauses Morningstar derzeit bei vielen ETF mit der Swap-Methode nicht der Fall, wie es an zwei Produkten auf den DAX darlegt. So habe beispielsweise das Portfolio des db x-Trackers DAX ETF per Ende Juni 2008 komplett aus japanischen Aktien bestanden. Beim Lyxor DAX ETF waren laut Jahresbericht per Ende 2007 nur 10% des Fondsvermögens deutsche Aktien. 49% der Aktien kamen aus dem Lyxor-Heimmarkt Frankreich, 12% aus Italien, 10% aus der Schweiz und 5% aus Spanien. Laut dem Deutsche-Bank-Vertreter erhalten die Investoren im Extremfall eines Emittenten-Ausfalls aber Geld und nicht diese Papiere.

Indexnachbildung bei ETF-Anbietern in der Schweiz

	Anzahl ETF an der Börse SIX	Art der Indexnachbildung
Credit Suisse	8	Vollständige Indexnachbildung, «optimized sampling» bei einem Emerging-Markets-ETF
UBS	10	Vollständige Indexnachbildung
iShares (Barclays)	48	Im Allgemeinen vollständige Indexnachbildung, «optimized sampling» bei zwei Obligationen-ETF und mehreren Aktien-ETF, keine synthetische Indexnachbildung bei in der Schweiz angebotenen ETF (weltweit gibt es 361 iShares-ETF, davon 19 ETF mit Swap-Methode, Letztere allesamt in Deutschland)
Lyxor (Société Générale)	32	Synthetische Indexnachbildung (Swap-Methode), Gegenparteirisiko der Bank Société Générale
db x-Trackers (Deutsche Bank)	28	Synthetische Indexnachbildung (Swap-Methode), Gegenparteirisiko der Deutschen Bank (ab Februar Neueinführung des «vollbesicherten ETF»)
Zürcher Kantonalbank	4	Vollständige Indexnachbildung, physische Unterlegung mit Rohwaren
Easy ETF (Axa / BNP Paribas)	2	Vollständige Indexnachbildung bei Aktienindizes und synthetische Indexnachbildung (Swap-Methode) bei Rohwaren- und Kreditderivate-Indizes
Market Access (ABN Amro)	10	Synthetische Indexnachbildung (Swap-Methode)
Julius Bär	6 (alles Tranchen eines Gold-ETF)	Vollständige Indexnachbildung, physische Unterlegung; wegen Währungsabsicherung kleines Gegenparteirisiko der Bank Julius Bär
Power Shares (Invesco)	2	Vollständige Indexnachbildung

Quelle: Eigene Recherche

Märkte und Meinungen

Wann und wie eine Finanzkrise endet

Es ist wohl die Frage, die in Anlegerkreisen dieser Tage am häufigsten gestellt wird: Wann ist diese Krise endlich vorbei? Da kommt eine wissenschaftliche Studie der Harvard University und der University of Maryland gerade recht. Die Forscher haben ein gutes Dutzend schwerwiegender Finanzkrisen der vergangenen Jahrzehnte unter die Lupe genommen und dabei herausgefunden, dass sie alle einem ähnlichen Muster folgen und auch hinsichtlich Dauer und Schärfe einiges gemeinsam haben. So konnten sie bestimmte Eckdaten herausfiltern, die über die Länge und Tiefe von Finanzkrisen Auskunft geben.

* Finanzkrisen sind laut den Autoren der Studie stets «langwierige Angelegenheiten». Krisen provozieren heftige und lang andauernde Einbrüche bei den Preisen von Vermögenswerten und führen zu tiefgreifenden Rückgängen beim wirtschaftlichen Output und bei der Beschäftigung. Konkret brechen die Häuserpreise im Schnitt um 35% ein, und dies während rund sechs Jahren. Die Aktienkurse gehen durchschnittlich während dreieinhalb Jahren um 55% zurück. Gemessen am amerikanischen Markt, wurde während der gegenwärtigen Finanzkrise schon einiges von dieser Abwärtsspirale zurückgelegt: Laut dem Case-Shiller-Index sind die US-Häuserpreise bereits um 28% gesunken, und die Aktienmärkte haben, gemessen am breiten S&P-500-Index, schon rund 45% an Wert verloren. Die Untersuchung zeigt, dass die Arbeitslosenquote infolge einer Finanzkrise im Durchschnitt während vier Jahren um 7 Prozentpunkte steigt – hier haben die USA noch einen langen Weg vor sich, denn bisher hat sich die Quote erst um knapp 3 Prozentpunkte erhöht. Die Studie prognostiziert eine Kontraktionsphase von zwei Jahren, während deren das Bruttoinlandsprodukt durchschnittlich um 9% sinkt – bisher ist in Amerika die wirtschaftliche Aktivität um knapp 4% zurückgegangen.

* Inwiefern sich die heutige Krise von früheren unterscheidet, ist schwierig zu sagen. Zuversichtlich stimmt die Wissenschaftler, dass die Geldpolitik derzeit viel flexibler auf Crashes reagieren kann als früher, etwa während der grossen Depression. Eher nachdenklich hingegen macht sie das globale Ausmass der heutigen Krise. Die meisten früheren Einbrüche waren auf einzelne Länder oder Regionen beschränkt. Die betroffenen Volkswirtschaften erholten sich beispielsweise dank florierenden Exporten in finanzstarke Nachbarländer rasch. Heute fehlen so richtige wirtschaftliche Zugferde, und auch die Verschuldung im Ausland dürfte eher schwierig sein.

cae.