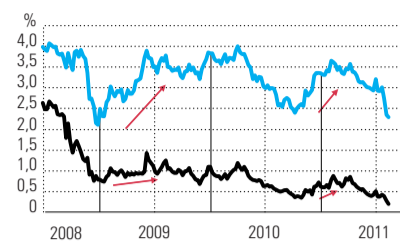


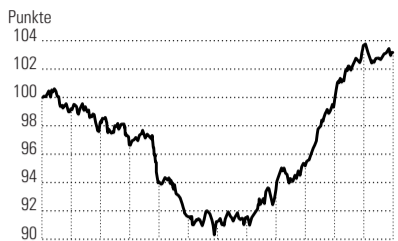
## BÖRSE UND KONJUNKTUR



Starker Anstieg der Renditen nach QE1 und QE2  
 ■ US-Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen  
 ■ US-Rendite von 2-jährigen Staatsanleihen  
 QUELLE: SARASIN NZZ-INFOGRAFIK/mrv.



Vergl. d. Wechselkursentwicklung 1978 und 2011  
 ■ D-Mark-Franken-Kurs, um zirka 33 Jahre verschoben  
 ■ Euro-Franken-Kurs (rechte Skala)  
 QUELLE: HELABA NZZ-INFOGRAFIK / cke.



Jahresdurchschnittsverlauf von Weizen (über 37 Jahre)  
 QUELLE: WWW.SEASONALCHARTS.COM NZZ-INFOGRAFIK / cke.

**Verblässender Glanz der Notenpresse**  
 sev. · Die zwei Runden der quantitativen Geldpolitik (QE1, QE2) in den USA haben die Renditen der Staatsanleihen steigen lassen. Dabei war der Effekt in der ersten Runde insgesamt grösser. Die Effekte der zweiten Runde waren an den Aktien- und Rohwarenmärkten stark, am Obligationenmarkt jedoch bereits etwas schwächer. Die Bank Sarasin meint, dass Hinweise auf eine dritte Runde der quantitativen Lockerung wegen der verdüsterten Wachstumsaussichten schon bald erfolgen könnten. Der Effekt der quantitativen Geldpolitik könnte allerdings mit jeder Runde geringer werden. Die Bank Sarasin weist zudem darauf hin, dass sich die allgemeine Stimmungsaufhellung nie richtig auf die Realwirtschaft übertragen hat: Das Wachstum in den USA sei trotz den Interventionen enttäuschend gewesen. Aus diesem Grund dürften die Märkte auf QE3 eher skeptisch reagieren.

**Starke Fehlbewertung des Frankens**  
 feb. · Auch viele ausländische Banken beschäftigen sich mit der massiven Aufwertung des Frankens. Bei McDonald's in Zürich koste ein Big-Mac-Menü Fr. 12.70, während ein solches in Frankfurt am Main für € 5.99 zu haben sei, schreibt die deutsche Landesbank Helaba in einer Studie. Dass sich deutsche Touristen in der Schweiz kaum mehr einen Burger leisten könnten, zeige, wie stark der Franken gegenüber dem Euro erstarkt sei. Die Schuldenkrise könnte die Unsicherheit an den Finanzmärkten noch verschärfen. Die Bank ist jedoch optimistisch, dass die Massnahmen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) greifen. Die Erfolgswahrscheinlichkeit sei wegen der extremen Fehlbewertung höher als 2010. Im Jahr 1978 stoppte die SNB eine vergleichbare Frankenhausse. Damals nutzte sie auch Kapitalverkehrskontrollen und negative Einlagenzinsen als Instrumente.

**Saisonalitäten als Preisindizien**  
 ra. · Ein Indiz, um das Potenzial von Rohstoffen, Währungen und Aktien einzuschätzen, sind die sogenannten Saisonalitäten. Damit sind Jahresdurchschnittsverläufe gemeint, die auf den Daten der letzten Jahrzehnte beruhen. Diese Saisonalitäten sind bei Rohwaren besonders ausgeprägt, sei es aufgrund von Erntezyklen oder wegen Nachfrageschwankungen (im Winter wird etwa mehr Heizöl benötigt als im Sommer). Ein gutes Beispiel liefert Weizen, dessen Preis sehr ausgeprägt dazu tendiert, in der zweiten Jahreshälfte zu steigen. Heizöl weist einen recht ähnlichen Durchschnittsverlauf auf, wobei der Anstieg meist im Oktober abgeschlossen ist. Der Franken wiederum hat zum Dollar tendenziell ebenfalls seine stärkste Phase im zweiten Halbjahr. Derlei Saisonalitäten sind zwar ein Indiz, sollten aber nie alleiniger Anlagegrund sein, da es immer wieder auch starke Abweichungen gibt.

## Börsenachterbahn bietet auch Anlagechancen

Hohe Volatilität eröffnet Investmentmöglichkeiten bei strukturierten Produkten und Fonds

Die Börsenturbulenzen haben die Volatilität in die Höhe getrieben. Viele Anleger leiden, die Situation bietet aber auch Chancen. Barrier-Reverse-Convertibles werden mit höheren Coupons ausgestattet. Bei den Fonds gibt es Nischenangebote.

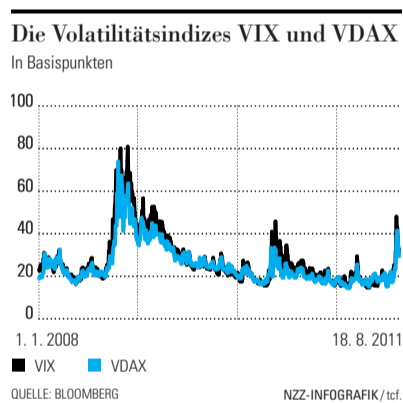
sev. · An den Märkten steigt die Fieberkurve. Die Kursbewegungen sind erratisch, die Volatilität, die sich in den letzten Monaten auf relativ tiefem Niveau eingependelt, hat in den letzten drei Wochen wieder deutlich angezogen. Der Volatilitätsindex VDAX, der auf dem Höhepunkt der Finanzkrise im Herbst 2008 auf einen Wert von über 70 geschnellt war, aber in den letzten Monaten zwischen 15 und 20 Punkten schwankte, notiert derzeit bei 37 Zählern. Beim VIX-Index, dem US-Pendant zum deutschen VDAX, sieht es mit 42 Zählern ähnlich aus (vgl. Grafik).

### Taktische Gelegenheiten

Die meisten Anleger leiden unter der Entwicklung, zumal Volatilität auch in diesem Fall nicht nur «Schwankung» meint, sondern vor allem auch eine Abwärtsbewegung. Es gibt allerdings auch Möglichkeiten, sich die Turbulenzen zu nutzen zu machen. Instrumente dazu existieren sowohl bei strukturierten Produkten wie auch – mit Nischenangeboten – bei den Anlagefonds.

Die hohe Volatilität erlaubt den Anbietern strukturierter Produkte beispielsweise Barrier-Reverse-Convertibles mit deutlich höheren Coupons auszustatten. Dies ist machbar, weil der Käufer implizit Volatilität zu einem hohen Preis an den Emittenten verkauft. Allerdings – und das ist die Crux – ist es gerade in turbulenten Zeiten nicht sicher, ob sich die Lage tatsächlich bald wieder stabilisiert oder nicht doch noch weiter zuspitzt. Der Anleger sollte sich deshalb mit den Barrieren wohlfühlen; eine allfällige Lieferung von Titeln auf tieferem Niveau muss einkalkuliert werden.

Discount-Zertifikate eignen sich wegen des impliziten Verkaufs von Volatilität derzeit ebenfalls, wenn sich die Volatilität wieder zurückbildet. Weniger günstig sind dagegen viele Kapital-



Die Volatilitätsindizes VIX und VDAX  
 In Basispunkten  
 ■ VIX ■ VDAX  
 QUELLE: BLOOMBERG NZZ-INFOGRAFIK/ctf.

schutzprodukte – zumindest bei einer Stabilisierung der Lage. Hier kauft der Anleger (via eingebaute Option) implizit Volatilität – geht diese zurück, resultiert eine ungünstige Kursentwicklung.

Der Kauf beziehungsweise Verkauf von Volatilität, die in strukturierte Produkte eingebaut ist, ist für Privatanleger der wohl gängigste Weg, wenn sie vom Angstbarometer Volatilität nicht nur geschüttelt werden, sondern es bewusst nutzen wollen. Darüber hinaus gibt es sogenannte Variance-Swaps, deren Idee es ist, die erwartete gegen die im Zeitverlauf realisierte Volatilität zu tauschen. Diese gelten aber wegen ihrer Komplexität als Instrumente für Profis.

Volatilitätsindizes können nicht direkt gehandelt werden. Auf diejenigen des S&P 500 (VIX) sowie des Euro-Stoxx 50 (VStoxx) existieren aber Futures-Kontrakte. Diese Futures zu handeln, sei allerdings für nichtprofessionelle Investoren heikel, betont die Derivate-Expertin Esther Thoma von der UBS. Die Volatilitätsindizes unterliegen grossen Schwankungen, so bewegte sich der VStoxx alleine am Freitag zwischen 56 und 44 Zählern. Die längerfristigen Future-Kontrakte sind weniger volatil. So handelt der Dezember-Future gegenwärtig um die 30 Punkte. Will man durch den Verkauf solcher Kontrakte von sinkenden Volatilitäten profitieren, sollte man sich deshalb auch mit der derzeitigen Konstellation der Future-Kurve auseinandersetzen.

In Marktkreisen wird manchmal die Möglichkeit erwähnt, die Volatilität zur Absicherung des Portfolios zu nutzen. Dahinter steckt die Idee, dass sinkende Märkte zumeist mit steigenden Volatilitäten einhergehen; insofern besteht eine

negative Korrelation. Gegen ein solches Vorgehen spricht jedoch, dass die Verluste auf der einen Seite schnell die Gewinne aufwiegen können. Das Ganze läuft Gefahr, zum Nullsummenspiel zu werden. Zudem ist eine Absicherung über die Volatilität ein indirekter Weg. Hat man eine klare Marktmeinung und will man sich gegen fallende Märkte absichern, macht man dies besser mit klaren Short-Positionen.

Jenseits der strukturierten Produkte gibt es auch im Fonds-Sektor einige wenige Produkte, die versuchen, die Volatilität als Anlageklasse zu erschliessen. So bietet etwa der französische Vermögensverwalter Amundi spezifische Volatilitätsfonds an. Diese setzen nicht auf eine bestimmte Marktentwicklung. Stattdessen wird das Auf und Ab des Angstbarometers genutzt. Die Grundannahme besteht darin, dass die Märkte in Krisenzeiten leicht überschüssen, sich aber nach kurzen Panikattacken schnell wieder beruhigen.

Bei dieser Strategie ist es gut, wenn es immer wieder zu grösseren Ausschlägen kommt, in «langweiligen» Märkten hingegen ist die Entwicklung eher schwächer. Das zeigt sich auch in den Performance-Daten des Fonds-Auswerters Lipper. So kamen zwei entsprechende Amundi-Fonds im Juli (in Lokalwährung) lediglich auf eine Performance von 0,08% beziehungsweise 1,12%, auf Jahresfrist zeigt sich ein Minus von 1,09% beziehungsweise 1,1%, was gemessen an der allgemeinen Marktentwicklung nicht schlecht ist, aus Absolute-Return-Optik aber nicht wirklich überzeugt.

### Hilfreicher Wegweiser

Insgesamt ist die Volatilität eine interessante, allerdings auch schwierige Anlageklasse. Grundsätzlich geht man davon aus, dass die Ausschläge um einen längerfristigen Mittelwert schwanken. Die Rückkehr zum Mittelwert kann zuweilen einen langen Horizont erfordern. Dennoch kann die Beobachtung der Volatilität für Anlageentscheide hilfreich sein, denn das Angstbarometer gilt als antizyklischer Marktindikator. Ein besonders tiefer Indexstand – also Sorglosigkeit – geht nicht selten einer Korrektur voraus. Panikattacken hingegen können mutigen Anlegern Einstiegschancen bieten.

## MÄRKTE UND MEINUNGEN

### Das Ende der Semantik bei den Vertriebsgebühren

sj. · Eigentlich war es ein Nebenkriegsschauplatz: Doch Anlegern dürfte ein Detail aus einem jüngst ergangenen Gerichtsurteil (vgl. NZZ vom 18. 8. 11) Tür und Tor öffnen, um von einer Bank genaue Auskunft darüber zu erhalten, wie viel sie beim Vertrieb eines Drittproduktes verdient – ungeachtet dessen, wie diese Leistung nun genannt wird und wem sie zusteht. Damit setzt das Urteil der Semantik um Retrozession und Vertriebsentschädigung ein Ende.

Während das Bundesgericht im Jahr 2006 bereits klar gestellt hatte, dass Retrozessionen dem Kunden zustehen und ihm offenzulegen sind, wurde im jüngsten Fall die Frage aufgeworfen, ob bei Vertriebsentschädigungen als Kompensation für die Vermittlungsdienste einer Bank auch eine Rechenschaftspflicht besteht. In der Tat sucht und selektioniert die Bank im Markt das Anlageprodukt, prüft es mitsamt seiner Dokumentation und kauft es dann für den Kunden. Dass der Bank für ihren Aufwand eine Vergütung zusteht, ist unbestritten. Die Frage ist nur, wie viel.

Gerade bei strukturierten Produkten, um die es im konkreten Urteil gegangen war, ist die Preistransparenz recht dürftig. Vermögensverwalter, die gegenüber ihren Kunden geldwerte Leistungen Dritter ausweisen müssen, monieren denn auch die Intransparenz bei den Kosten, die einige vom Einsatz solcher Produkte abhält. Besonders weil solche Entschädigungen laut Branchenkennern oft nicht mehr als klassische Provisionszahlung erfolgen, sondern beispielsweise in der Geld-Brief-Spanne eingebaut werden, sind sie nicht nur für Anleger schwer zu orten und zu quantifizieren. Wer aber nicht weiss, dass er für eine Dienstleistung bezahlt, kann letztlich auch nicht nachfragen.

Das Urteil stellt klar, dass es für die Auskunftspflicht unerheblich ist, ob eine Leistung nun der Bank für ihre Dienste oder dem Kunden zusteht. Es sollte damit Anlegern mehr Selbstvertrauen geben, ihre bereits bestehenden Auskunftsrechte gegenüber einer Bank oder einem Vermögensverwalter auch tatsächlich zu nutzen. Es ist aus Anlegersicht eine Ironie des Schicksals, dass offenbar ausgerechnet der Kläger, der in den Hauptpunkten zur Schadenersatzforderung unterlag, gegen das Urteil rekurriert. Immerhin kann nun das Bundesgericht für Transparenz bei der Informationspflicht im Vertrieb von Finanzprodukten sorgen.

## AGENDA

### Konjunktur und Politik

- 22. 8. **Einkaufsmanager-Index Euro-Zone**  
August (E): 50 (Juli: 51,1)
- Einkaufsmanager-Index Deutschland**  
August (E): 50,6 (Juli: 52)
- 23. 8. **Exporte Schweiz**  
Juli (E): -2,5% (Juni: 5,2%)
- Importe Schweiz**  
Juli (E): (Juni: 2,5%)
- Konsumentenvertrauen Euro-Zone**  
August (E): -12,4 (Juli: -11,2)
- Verkäufe Hausneubauten USA**  
Juli (E): 1% (Juni: -1%)
- 26. 8. **KOF-Konjunkturbarometer Schweiz**  
August (E): 1,8 (Juli: 2,04)

### Unternehmen und Märkte

- 23. 8. **Lindt & Sprüngli**  
Semesteregebnis  
**Charles Voëgele**  
Semesteregebnis

- Kudelski**  
Semesteregebnis
- Flughafen Zürich**  
Semesteregebnis

- 24. 8. **Sunrise**  
Semesteregebnis
- 25. 8. **Glencore**  
Semesteregebnis
- Valora**  
Semesteregebnis
- Allreal**  
Semesteregebnis
- Mobimo**  
Semesteregebnis

- 26. 8. **Bachem**  
Semesteregebnis

- 29. 8. **Publigruppe**  
Semesteregebnis

E: Erwarteter Wert; G/A: Gewinn pro Aktie; GJ: Geschäftsjahr; i. V.: in der Vorperiode; Q: Quartal.  
 QUELLE: BLOOMBERG, REUTERS, SDA, DIV. BANKEN.  
 (OHNE GEWAHR UND ANSPRUCH AUF VOLLSTÄNDIGKEIT)

ANZEIGE

## Hat Silber eine goldene Zukunft?



ZPMO - Das Kompetenz-Zentrum für Edelmetalle und Münzen!  
 25 Jahre Erfahrung im Handel mit physischen Edelmetallen & Münzen.

Rainer Meier  
 +41 (0)44 251 07 30, www.zpmo.ch

**ZPMO**  
 Edelmetalle & Münzen AG  
 est. 1999

