

# INFIDAR TOPICS

STRATEGISCHE GEDANKEN SOMMER / HERBST 2011

Liebe Leserinnen und Leser,

Der Sommerhagel von Anfang August hatte die Dimensionen eines Börsencrashes. Die Märkte, seit Anfang Juli schon nicht mehr in der besten Verfassung, stürzten um 20 Prozent ab. Diese ungnädige Reaktion dokumentiert primär den rapiden Vertrauensverlust in die politischen Führungen Europas und der Vereinigten Staaten. Die Investoren verloren die Geduld, womöglich sogar die Nerven, angesichts des verbissenen Kampfs um die Anhebung der Schuldenobergrenze in den USA und des unübersichtlichen Gewurstels zur Bewältigung der Euro-Krise. Ihnen vorzuhalten, dass sie ungeduldig seien wie kleine Kinder, führt nicht weiter. Sie erwarten sehnlich klare Leadership. Sie ihnen nicht länger vorzuenthalten ist die grosse Forderung der Stunde.

Dass die grosse Schuldenkonsolidierung, die energisch verlangt wird, kurzfristig sicher nicht wachstumsfördernd wirkt, bestreitet niemand. Aber die Aussichten sind keineswegs so dunkel, wie sie im ersten Augenblick wirkten. Allgemein, selbst bei den Gewerkschaften, wird heute akzeptiert, dass das unbedingt nötige Wirtschaftswachstum nur über Strukturreformen zu erreichen ist. Die Schulden- und Eurokrise – beide sind sie eng miteinander verflochten – erzwingen weiter eine Vertiefung der europäischen Integration. Die Alternative – ein Auseinanderfallen der Währungsunion – ist so unattraktiv, dass selbst die Bremserstaaten ihren Widerstand gegen mehr gemeinsame Politik sukzessive aufgeben. Soweit die lange Sicht.

Für die nächsten Wochen und Monate gehen wir davon aus, dass die Wachstumsraten hinter den Prognosen zurückbleiben werden, ohne jedoch in eine Rezession abzugleiten. Alles in allem sieht es vielmehr nach einer Beruhigung in der Mitte des Konjunkturzyklus' aus.

Die Notenbanken haben signalisiert, dass sie die Zinsen bis Mitte 2013 auf tiefem Niveau belassen wollen. Die Folge ist eine hohe Geldversorgung. Ein Teil des Geldes dürfte angesichts der historisch niedrigen Kurse in die Aktienmärkte fließen.



**Philipp Matter**  
Executive Director

Bei den Währungen bleiben der US-Dollar und der Euro solange unter Druck, bis sich Erfolge bei den Konsolidierungsanstrengungen abzeichnen. Der Franken ist zwar fundamental überbewertet – nach einer Goldman-Sachs-Schätzung um 70 Prozent – bleibt aber ein sicherer Hafen. Nach unserer Einschätzung peilt die Nationalbank eine Untergrenze des Frankens zum Euro von 1.20 an.

Nach dem rapiden Rückschlag sind die Aktienbörsen so niedrig bewertet wie noch nie in den letzten zweieinhalb Jahren. Wenn es nicht zu einer Rezession kommt, bieten sich somit auf längere Sicht gesehen Kaufgelegenheiten. Wir bevorzugen international gut verankerte Werte, deren Erzeugnisse in Asien – insbesondere in China – gefragt sind. Banken belassen wir untergewichtet. Der Akzent liegt vielmehr auf Titeln mit hohen und nachhaltigen Dividenden wie Zurich, Roche, Novartis, Nestlé oder Swisscom.

Risiken orten wir eher bei den Anleihen als bei den Aktien. Sobald die Risikoabneigung nachlässt, dürften Gelder aus den Anleihen- in die Aktienmärkte fließen. Damit spricht

---

**Keine geographischen Prioritäten:  
Nach dem scharfen Einbruch sind  
alle Märkte günstig bewertet.**

---

alles für kurze Laufzeiten und erstklassige Schuldner. Ergänzend empfehlen sich Wandelanleihen, Emerging-Markets-Obligationen und Absolute-Return-Produkte.

Rohstoffe bleiben ein wichtiges Anlagevehikel. China fragt weiterhin Öl, Industriemetalle und Agrarrohstoffe nach. Die Lagerbestände, etwa bei Kupfer, sind knapp. Anziehende Nachfrage dürfte sich somit unmittelbar in höheren Notierungen niederschlagen. Gefragt wird auch Gold bleiben. Nach dem starken Anstieg kann es jedoch kurzfristig unter Druck kommen. Es ist ein sicherer Hafen und gleichzeitig eine Absicherung für andere Portefeuille-Positionen. Nicht anders Silber.

Geographisch setzen wir derzeit keine grossen Prioritäten. Nach dem scharfen Einbruch sind alle Märkte günstig bewertet. Sobald sich zeigt, dass China seine Inflation bändigt, dürfte sich eine Akzentuierung der asiatischen Märkte (bis auf Japan) lohnen.

Generell dominiert bis auf weiteres die grosse Unsicherheit und damit die Volatilität. Diese Phase kann anhalten.

# AUCH IN SCHWANKENDEN MÄRKTEN PROFITIEREN

**Die Finanzmärkte leiden schon seit geraumer Zeit unter exzessiven Schwankungen. Die Nervosität ist nur Ausdruck einer unübersichtlichen Lage. Dass sie sich klärt, ist nicht so schnell zu erwarten. Damit stellt sich die Frage, wie sich überhaupt noch mit vernünftigem Risiko Geld verdienen lässt. Dazu lohnt sich ein prüfender Blick auf moderne Finanzinstrumente.**

Die zurückliegenden zehn Jahre waren für die Anleger alles in allem deprimierend. Der durchschnittliche Anlageertrag der Schweizer Pensionskassen lag bei etwas über einem Prozent pro Jahr. Inflationbereinigt haben die Schweizer auf dem grössten und wichtigsten Teil ihrer Anlagen, nämlich der Altersversorgung, nur verloren. Vereinzelt gab es rühmliche Ausnahmen, aber der Gesamtbefund ist eindeutig.

Dass bessere Zeiten aufziehen werden, ist nach Lage der Dinge kaum zu erwarten. Die Obligationenrenditen haben sich im selben Zeitraum faktisch halbiert. Dass sie an einem Tief angelangt sind, steht ausser Frage. Aber wer auf einen kräftigen Anstieg wettete, wurde bislang schwer enttäuscht. Wenn Europa Ernst macht mit der Schuldenkonsolidierung, können die Zinsen noch lange auf ihren historischen Tiefs verharren. Die Wachstumsraten der Wirtschaft sind einstweilen zu blutarm, um ernsthafte Inflationsorgen zu provozieren. Sicher wird die produzierende Wirtschaft sehr viel wohlwollender beäugt als in den vergangenen Jahrzehnten. Pirelli- und Prysman-Chef Marco Tronchetti Provera sprach jüngst vom Ende der Finanz als Selbstzweck und vom Wechsel eines Systems «Geld-Zeit-Geld» zu einem System «Geld-Produktion-Dienstleistung-Geld». Aber dessen Etablierung bedingt einen mentalen Energieschub – und die nötige Zeit.

Eine aktuelle Studie der Société Générale über die langfristigen Investitionszyklen gelangt zu dem Schluss, dass sich das Investitionsszenario in den kommenden Jahrzehnten stark verändern wird. Einer der Gründe ist demographischer Natur. Von 1980 bis 2000/2005 trieben die geburtenstarken Jahrgänge mit ihrer wachsenden Risikofreude die Preise für Finanzanlagen und Liegenschaften. Bis 2025/2030 hinterlässt jedoch das Altern der Bevölkerung seine Spuren. Die verfügbaren Einkünfte gehen zurück, die staatlichen Wohlfahrtsausgaben steigen, die Risikoneigung nimmt ab. Damit zeichnet sich die Aussicht ab, die Börsen weiterhin im Krebsgang zu erleben. Sie sollten sich seitwärts bewegen, was jedoch kräftige Ausschläge keineswegs ausschliesst.

Wie der Handel in stark schwankenden Marktlagen seine Positionen aufbaut, hatte Louis Bachelier in seiner «Théorie de la spéculation» erfasst. Der 1870 geborene Sohn eines Weinhändlers aus Le Havre hatte unmittelbar nach seiner Matur das Geschäft übernehmen müssen und darüber die Praxis kennengelernt, sich mit Terminkontrakten gegen unerwünschte Preisschwankungen abzusichern. Sein Studium an der Ecole Normale Supérieure schloss er mit seiner Theorie ab, die im Jahre 1900 im Band 17 der Annales scientifiques der ENS veröffentlicht wurde. Die Studie war lange

---

## Im Übergang vom System «Geld-Zeit-Geld» zum System «Geld-Produktion-Dienstleistung-Geld».

---

verkannt. Heute sind Wahrscheinlichkeitsrechnung und mathematische Erfassung von Optionen grundlegende Bestandteile der modernen Finanzmathematik. Die in den letzten zehn Jahren sehr populär gewordenen derivativen Finanzinstrumente bauen alle auf den Überlegungen Bacheliers auf. Er hatte gezeigt, wie sich durch die Kombination eines Basiswertes mit Kaufs- und Verkaufsoptionen in einer gegebenen Zeit die Gewinnmöglichkeiten steigern und gleichzeitig die Risiken reduzieren lassen.

Die heutigen Express-Zertifikate kombinieren strukturell diese drei Elemente: Eine Auswahl von Basiswerten (Aktien oder Aktien-Indizes), die Ausgabe von Call-Optionen auf die Basiswerte und von Put-Optionen. Der Käufer eines Express-Zertifikats erwirbt in der Praxis die Basiswerte und verkauft gleichzeitig Call- und Put-Optionen. Der Verkauf dieser Optionen schlägt sich nieder in attraktiven Zinsen und der Verpflichtung, das Zertifikat möglicherweise vorzeitig zurückgeben zu müssen, falls alle Basiswerte an einem der Beobachtungstage über einem vorbestimmten Wert schliessen. Doch im unerwünschten Extremfall muss der Käufer eines Express-Zertifikats am Ende der Laufzeit den Titel entgegennehmen (falls mindestens ein Basiswert bei Verfall unter dem definierten Schwellenwert notiert). Wird der Basiswert geliefert, ist dies dank des Zinsertrages meist besser, als den Basiswert ohne weitere Bewirtschaftung im Portefeuille gehalten zu haben.



Express-Zertifikate kann der Anleger nicht selber konstruieren, indem er auf seine Basiswerte im Depot Optionen ausgibt (und verkauft). Der Grund hierfür liegt in der besonderen und komplexen Art der Optionen, die bei Expresszertifikaten verwendet werden: Es werden nicht wie bei konventionell strukturierten Produkten Standardoptionen verwendet, die auch für private Anleger an Derivatbörsen handelbar wären. Zum Einsatz kommen vielmehr Optionen, die nur von professionellen Finanzmarktteilnehmern und Emittenten ausgegeben, konstruiert und/oder gehandelt werden können.

Die Zerlegung eines Express-Zertifikats in seine Einzelteile ist komplex und der Nachbau für private Anleger nicht möglich. Der Anleger kann sich aber von einer Investmentbank (Emittent) nach seinen Wünschen und Bedürfnissen ein Zertifikat komponieren und konstruieren lassen; oder er bezieht schliesslich ein Zertifikat «von der Stange». Was nicht unerwähnt bleiben darf: Obligationenrechtlich gesehen ist ein Zertifikat ein Schuldschein – und damit dem Gegenpartei-erisiko ausgesetzt. Geht die emittierende Bank pleite, wie etwa Lehman Brothers, kann sie nicht mehr liefern.

Die dramatischen Aktienjahrzehnte, die hinter uns liegen, bieten mit ihren unliebsamen Extremen wie dem Kollaps der japanischen Immobilienkonjunktur, dem Platzen der Dot-Com-Blase sowie der Lehman-Pleite das perfekte Testumfeld, um Express-Zertifikate und deren Renditen zu simulieren. Der Testkandidat – basierend auf den Aktien-Indizes EURO STOXX 50, SMI, S&P500 und Nikkei 225 mit fünf Jahren Laufzeit – offenbart erstaunliche Resultate. Das Backtesting der fünfjährigen Produkte wurde hier im Jahre 1988 auf täglicher Basis gestartet. Es zeigt sich, dass bei einem Early-Redemption-Level von 95% und einer nur bei Verfall relevanten Barriere (europäische Beobachtungsmethode) von 50% des Anfangswertes, eine Titellieferung und damit ein Verlust für den Investor erfreulich selten realisiert worden wäre. In 98,56%

---

### Alles in allem sind Express-Zertifikate eine sinnvolle Ergänzung zu direkten Aktieninvestitionen.

---

aller Fälle hätte der Investor einen Gewinn erwirtschaftet und das Produkt wäre vorzeitig – nach einer durchschnittlichen Laufzeit von 1,24 Jahren frühzeitig zurückbezahlt worden. Und dies trotz Einbeziehung des japanischen Aktienindex Nikkei 225, der 1989 knapp die 40'000-Marke streifte und heute Mühe bekundet, sich über 10'000 zu halten. Ohne Einbezug des Nikkei 225 verläuft das Backtesting in 100% aller 4527 Fälle positiv – und zwar mit einer jährlichen Rendite von 8%, bzw. einem Coupon von 2% pro Quartal. Die hohe Erfolgsquote erklärt sich in diesem Fall durch die lange Laufzeit von fünf Jahren, dem jeweils mit 50% angesetzten Couponlevel und den mit 50% ebenfalls tief angesetzten «europäischen» Barrieren auf Verfall (Beobachtung am Laufzeitende). Des weiteren sind auch die vierteljährlichen Beobachtungsintervalle und der Coupon mit «Memory-Effekt» massgebend für die guten Resultate. Beim «Memory-Effekt» werden zurückbehaltenen Coupons kumuliert ausbezahlt, sobald die Basiswerte die Couponlevels an den Beobachtungstagen wieder erreichen. Je länger die Laufzeit der Testzertifikate konstruiert wurde, desto höher die Wahrscheinlichkeit, dass

sich die Basiswerte nach einer Baisse wieder auf die Barrierelevels (vierteljährlich zu beobachtende Coupon-/Early-Redemption-Levels und Barriere auf Verfall) erholen. Hier liegt das Erfolgsrezept und das attraktive Risiko-Ertrags-Verhältnis dieser Express-Zertifikate.

Alles in allem sind Express-Zertifikate eine sehr sinnvolle Ergänzung zu direkten Aktieninvestitionen. Sie bieten in stark schwankenden wie in reinen Baisse- und Seitwärtsphasen eine höhere Ertragsstabilität. In starken Haussephasen sind sie der reinen Aktie eher unterlegen. Dafür erhält der Anleger in diesem Fall dank der «Express»-Klausel sein Geld auch vorzeitig zurück und hat damit in einem nachhaltigen Aufschwung nicht viel verpasst – spricht tiefe Opportunitätskosten.

# VON DER RESIGNATION ZUR MOTIVATION

Europa steht unter Konsolidierungsdruck, und keineswegs alle sind begeistert. In England quitierten rabiate Studenten die Aussicht auf höhere Studiengebühren mit Pflastersteinen und anderen Wurfgeschossen. In Madrid formierten sich die «Indignierten» zu einem Massenzeltlager; und in Athen fand dieser Name aus gegebenem Anlass grossen Anklang.

Dabei sind die Rabiaten keineswegs die Ärmsten. Die Ärmsten sind in Spanien die afrikanischen Einwanderer auf der Suche nach einem schlechten Tageslohn als Pflücker. In Griechenland sind sicher nicht die Staatsangestellten die Ärmsten, auch nicht die Studenten, sondern die albanischen Einwanderer. Die Frauen überleben als Aushilfe in einem Haushalt oder als Näherin, die Männer als Handlanger auf dem Bau. Von ihnen berichtet so gut wie niemand.

Träger der Protestbewegungen sind vor allem diejenigen, deren soziale Erwartungen riskieren, enttäuscht zu werden. Noch vor dem Eingeständnis des überbordenden Haushaltsdefizits entluden sich Jugend- und Studentenunruhen in Griechenland in einer Orgie der Gewalt. Plötzlich sah eine Generation, dass Matura und Studium noch keine Gewähr bieten für eine Anstellung im Service Public mit Weihnachtsgratifikation und bezahlten Ferien bis zur Frühpensionierung.

Dagegen artikulieren sich nie «indignierte» Spengler, Maurer, Sanitäre oder Bäcker. Man liest oder hört auch nie davon, dass sich Ingenieurstudenten empören. Damit wird aber auch klar, dass sich hinter den aggressiven Protesten in erster Linie die Sorge verbirgt, einer Illusion erlegen zu sein. Die Studenten sind das letzte Opfer in einer Kette von Fehlentwicklungen, die 25 Jahre zurückreichen. Vor gut einer Generation wurde es Mode, das Heil in einer projekteeexportierenden Service-Gesellschaft zu entdecken, das Ende der Industrie zu feiern und dafür den Staatsapparat kräftig auszubauen. Europa spart zwar seit 30 Jahren beim Militär, hat aber dafür irrwitzige Sozialsysteme aufgebaut. Gleichzeitig hat es die Grundlagen seines Substrats stark abge-

baut. Umweltauflagen und Energiekosten verdrängten nicht nur die Aluminiumindustrie weitgehend aus Europa.

Merkwürdigerweise scheint die Stunde der Besinnung noch immer in weiter Ferne zu liegen. Avenir Suisse erwartet kommenden Wohlstand bei den «Gesundheitsbranchen und dem Gesundheitstourismus». Die Denkvereinigung ist ein altes Opfer des Irrglaubens an eine gewerbefreie Zukunft. Die jüngsten sind die «Indignierten» in Madrid, Barcelona und Athen. Sie erleben ganz konkret die Konsequenzen des Aufbaus einer Dienstleistungsgesellschaft – nicht zuletzt in Form unzähliger Universitäten mit schwachem Personal und mässigen Leistungen: Es türmt sich ein gewaltiger Schuldenberg auf, der nicht mehr tragbar ist.

«Gesundheitsbranchen und Gesundheitstourismus» sind sicher nicht das Heilmittel, um eine Gesellschaft zu sanieren. Die Gesundheit ist kein Selbstzweck, sondern lediglich die Voraussetzung für ein Erwerbsleben. Eine einzelne Stadt – sagen wir Vichy – kann vom Geschäft mit der Gesundheit leben, aber kaum ein ganzes Land. Andernfalls läge die Zukunft der Schweiz in der Mutation zu einer landesweiten Kuranstalt für Arbeiter aus China und Indien.

Die schmerzliche Einsicht ist, dass die schleichende Desindustrialisierung Europas ein schrecklicher Fehler war. Ihn zu korrigieren wird kaum sehr viel schneller ablaufen. Aber wo Länder wie China, Indien oder etwa Brasilien längst auch ihre Kompetenzen in der Spitzentechnik demonstrieren und das Savoir-faire für hochwertige Konsumgüter haben, erledigt sich das Thema des Projekteexports. So gut wie alle Wohlstandsmodelle, welche die Wirtschaftswissenschaftler gerne vorbeten, sind überholt. Wir stehen – nicht das erste Mal in der langen Geschichte des Kontinents – vor der Aufgabe einer Industriesiedlung, um Wohlstand zu schaffen. Die «Indignierten» haben nur eine Chance, wenn sie ein Handwerk erlernen und unternehmerische Qualitäten entwickeln. Die Staaten sollten sie dabei aktiv begleiten.

## INFIDAR

VERMÖGENSBERATUNG – SEIT 1954

Markus Gonseth, Alois Reidhaar, Werner Reist, Jörg Meier, Birgitta K. Hassler

Markus A. Auer, Roger Dicech, Urs Eiling, Ernst Gylfe, Hanspeter Grombach, Alex Hacker, Gerard Hofmann,

Patricia Kopp Schaub, Franz Kuster, Philipp Matter, Claudia M. Selim, Andreas Moser, Steven Jan Stroband

INFIDAR VERMÖGENSBERATUNG AG NÜSCHELERSTRASSE 30 8022 ZÜRICH T +41 (0)44 225 61 61 F +41 (0)44 225 61 88 WWW.INFIDAR.CH

WIR KULTIVIEREN IHR VERMÖGEN.