NEXT GENERATION INVEST

10x10

Ausgabe April 2018
10 x jährlich
10x10.ch

Des Finanz-marktes neue Kleider

Fokus - Seite 6

Suitability auf Irrwegen

Über die grossen Unterschiede bei der Anlageberatung.

Kolumne - Seite 9

Der Reiz der Nebenwerte

Die Aktien kleinerer Unternehmen zeigen Grösse.

ETF & More - Seite 10

«Inflation ist der schlafende Riese»

Optimismus ist gut, doch bleiben nach wie vor Gefahrenherde.

Gesprächsstoff - Seite 13

Finanzmärkte, die keine mehr sind?

Die letzten Jahre haben einen beeindruckenden, zugleich aber auch besorgniserregenden Boom auf den Finanzmärkten erzeugt. Das globale Finanz- und Wirtschaftssystem wurde durch die zahlreichen Rettungsmassnahmen der Zentralbanken nicht stabiler, sondern fragiler. Nach wie vor sind viele Probleme ungelöst und stellen die Investoren vor Herausforderungen. Etwa das weltweite, gigantische Schuldenproblem. Eine Gefahr sind nicht nur die hohen Staatsschulden, sondern zunehmend auch die Schulden von Firmen und Privaten. Die Risikoprämien bei fast allen Vermögensklassen sind gesunken, Anleger suchen händeringend nach neuen Renditequellen.

Können wir eigentlich noch von Finanzmärkten sprechen, wenn diese die Eigenschaften echter Märkte verloren haben? «Des Finanzmarktes neue Kleider» (S. 6). Im Rückspiegel sehen Finanzmärkte hingegen einfach aus: Anleger, die nach der Finanzkrise auf die am Boden liegenden Aktien gesetzt haben, fuhren hohe Gewinne ein. Eine noch höhere Performance erzielten Investoren, die auf kleinere Titel setzten. «Der Reiz der Nebenwerte» (S. I0) ist ungebrochen. Einige Anleger haben auch die Möglichkeiten digitaler Token erkannt. Die Modelle sind vielfältig, doch «Der Token macht den Unterschied» (S. II).

Ihr Rino Borini

INHALT

Auf zur Singularität
Mit dem Singularity Index passiv in die Zukunft investieren.
News - Seite 04

Wo ist das Geld?
Seit Februar bleiben die ETF-Zuflüsse praktisch aus.
Monats-Chart - Seite 04

Glänzender ETF
Ein Gold-ETF sammelt im April am meisten Neugeld.
Hätten Sie's gewusst - Seite 08

Der Token ist entscheidend
Über die Anreizstrukturen der Token-Ökonomie.
Krypto - Seite II

IMPRESSUM

Erscheinungsweise: I0mal jährlich und kostenlos! Feb, März, April, Mai, Juni, Aug, Sept, Okt, Nov, Dez **Verlag:** financialmedia AG, Redaktion 10x10, Pfingstweidstrasse 6 / 8005 Zürich **Kontakt:** Email: info@10x10.ch, Web: www.10x10.ch, Tel.: +41 44 277 75 30 **Werbung:** Stefan Broggli **Redaktion:** Rino Borini – Leitung RB, Christian Euler CE, Pascal Hügli PH, **Layout/Grafik:** Fabian Widmer, **Coverbild:** Fabian Widmer

verlinkte Anzeige

SIX
EXCHANGE TRADED

Ist Ihr Portfolio zukunftsfähig?

Wohin gehen die Aktienmärkte? Wie geht es mit den Kryptowährungen weiter? Und was folgt auf MiFID II? Das sind nur drei von vielen aktuellen Fragen und Herausforderungen, vor denen professionelle Anleger stehen. Gemeinsam mit Ihnen wollen wir über Antworten reden: beim nächsten Exchange Traded Product Day. **Jetzt anmelden auf www.etpd.ch!**

Donnerstag, 24. Mai 2018, 8:30 – 16:00 Uhr
SIX ConventionPoint, Pfingstweidstrasse 110, 8005 Zürich

Für professionelle Anleger.

finanzen.ch

Märkte

	Stand*	M-t-D (Lokal)	YTD CHF	YTD USD
SPI Large	9'520	1.0%	-4.7%	-7.7%
SPI Mid	16'198	1.3%	-2.2%	-5.3%
SPI Small	27'664	1.9%	-0.1%	-3.2%
S&P 500	2'656	0.6%	2.6%	-0.7%
Nikkei 225	21'847	-1.0%	0.2%	1.1%
MSCI Emerging Markets	525	-0.7%	4.0%	0.7%
MSCI ACWI	247	1.3%	3.6%	0.3%
VIX Index	17	-15.5%	58.2%	53.2%
Gold USD/oz	1'311	-0.9%	3.3%	0.1%
Bitcoin	8'216	18.3%	-38.7%	-40.7%
ETH	527	33.7%	-26.6%	-28.9%
Ripple	0.65	29.3%	-66.3%	-67.3%

Stand: 16.4.18, Quelle: Bloomberg

ETF

NEUE ETF SCHWEIZ

		ISIN	TER	Whr ETF
1	SPDR Global Aggregare Bond	IE00BF1QPK61	0.10	CHF
2	Xtrackers iBoxx USD Corp. Bond Yield	IE00BF8J5974	0.15	USD
3	Xtrackers MSCI World High Dividend	IE00B4L5Y983	0.20	USD
4	Xtrackers MSCI Europe	LU0274209237	0.15	USD
5	Amundi Nikkei 400 (CHF Hedge)	LU1681047665	0.18	CHF
6	Amundi MSCI Switzerland	LU1681044993	0.25	CHF
7	Amundi Russell 2000	LU1681038839	0.35	USD
8	UBS MSCI ACWI ESG Universal	IE00BYVHJM24	0.48	USD
9	iShares High Yield Corp Bond	IE00BF3NC260	0.55	USD
10	iShares Global Aggr. Bond (CHF Hedge)	IE00BD1JRY91	0.10	CHF
11	iShares MSCI World Min Volatility	IE00BD1JRZ09	0.35	CHF
12	Amundi Global EmMa Bond	LU1681041205	0.30	USD
13	Lyxor Australia S&P/ASX 200	LU0496786905	0.40	EUR
14	iShares Automation & Robotics	IE00BYWZ0333	0.40	USD
15	iShares Global Govt Bond	IE00BYZ28V50	0.20	USD

DIE HÖCHSTEN ZUFLÜSSE (GLOBAL)

		Ticker	TER	in Mrd. USD
1	iShares Core MSCI EAFE	IEFA US	0.08	14'574.0
2	TOPIX Exchange Traded Fund	1306 JP	0.11	8'182.0
3	iShares Core MSCI Emerging Markets	IEMG US	0.14	6'379.0
4	Daiwa ETF Topix	1305 JP	0.11	4'287.0
5	Nikkei 225 Exchange Traded Funds	1321 JP	0.11	4'235.0
6	Vanguard S&P 500	VOO US	0.04	3'726.0
7	iShares Short Treasury Bond	SHV US	0.15	3'661.0
8	Next Funds Nikkei 225 Leveraged	1570 JP	0.80	3'606.0
9	Vanguard FTSE Devleoped Markets	VEA US	0.07	3'204.0
10	Listed Index Fund TOPIX	1308 JP	0.15	2'918.0
11	iShares Core U.S. Agg. Bond	AGG US	0.05	2'761.0
12	iShares MSCI Emerging Markets	EEM US	0.69	2'601.0
13	iShares Edge MSCI USA Momentum	MTUM US	0.15	2'253.0
14	iShares MSCI Japan	EWJ US	0.49	2'147.0
15	Vanguard Total International Bond	BNDX US	0.13	1'937.0

Stand: 16.4.18, Quelle: Bloomberg

4% MSCI EM

Schwellenländeraktien schnitten in diesem Jahr sehr gut ab, der MSCI Emerging Markets Index legte um vier Prozent zu (in CHF gerechnet). Der Index bildet inzwischen zu rund 70 Prozent Firmen aus den Sektoren Informationstechnologie, Finanzen, Konsum und Gesundheit ab. Genau diese Unternehmen profitieren stark von der wachsenden Mittelschicht in den Schwellenländern. Diese Volkswirtschaften sind zudem möglichen Verwerfungen im Welthandel wie protektionistische Massnahmen seitens der Industrieländer weniger stark ausgesetzt.

0,18 % Nikkei 400

Die japanischen Aktienmärkte notieren auf demselben Niveau wie vor 22 Jahren. Fünf Jahre nach dem Start des japanischen Wirtschaftsprogramms Abenomics (Kombination aus Konjunkturhilfen und stützender Geldpolitik) stockt die Wirtschaft immer noch. Für Franken-Investoren sind die Risiken gegenüber dem Yen nicht zu unterschätzen. Amundi bietet deswegen einen Japan-ETF an, der diese Währungsrisiken minimiert – und das zu tiefen Kosten von 0,18 Prozent.

0,04% S&P 500

Der Vanguard S&P 500 ist mit einer Jahresgebühr von 0,04 Prozent der preisgünstigste ETF auf den US-Aktienindex S&P 500. Insgesamt verwaltet das Produkt 87 Milliarden Dollar. Der grösste börsengehandelte Indexfonds auf dasselbe Barometer ist jedoch der SPDR S&P 500 ETF, der knapp 255 Milliarden Dollar verwaltet. Jährliche Gebühr: 0,09 Prozent.

Bitcoin auf dem Lohnausweis

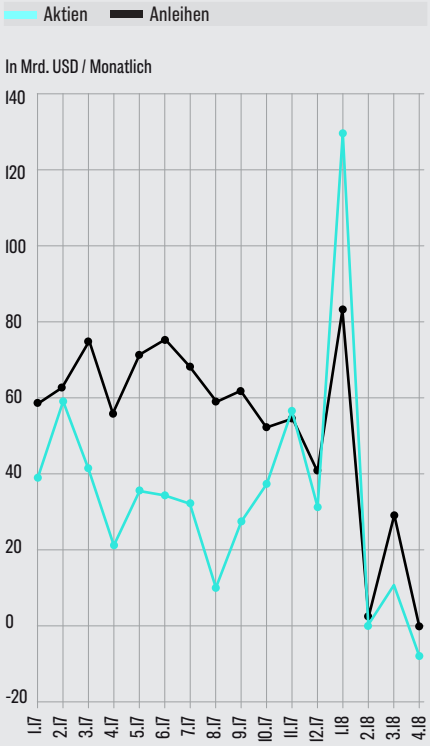
Die hohe Volatilität mache Bitcoin als Rechnungseinheit und Zahlungsmittel ungünstig, so die allgemeine Kritik. Die GMO Internet Group, ein japanischer Web-Dienstleister mit fast 500 Vollzeitmitarbeitenden, trotzt dieser Volatilität. Im vergangenen Monat wurde für die Vollzeitmitarbeitenden die Option eingeführt, einen Lohnteil in Bitcoin ausbezahlt zu erhalten. Bis zumumgerechnet 900 Dollar können Mitarbeiter in Form der Kryptowährung einfordern. Japan gilt generell als äusserst krypto-freundlich. Seine Einwohner sollen letztes Jahr die Rekordanzahl von 4,5l Millionen Bitcoin gehandelt haben. Das entspricht beinahe der Hälfte des Volumens der weltweit grössten Krypto-Handelsbörsen. ■

Auf in Richtung Singularität

Unter Singularität wird jener Zeitpunkt der technischen Entwicklung verstanden, an dem sich die Technologie vom Menschen loslöst und verselbständigt. Ihr wären dann potenziell keine Grenzen mehr gesetzt, da sie nicht mehr an die menschliche Beschränktheit gebunden wäre. Das klingt unheimlich – trotzdem arbeitet die in Zug ansässige The Singularity Advisors AG auf diesen Zeitpunkt hin, da sie sich davon exponentiellen Fortschritt und bahnbrechende Innovationen für die gesamte Menschheit erhofft. Mit dem Nasdaq Singularity Index soll die Singularität passiv investierbar gemacht werden. Über den Index sollen relevante Bereich wie 3D-Druck, Künstliche Intelligenz, Bio-Informatik, Nanotechnologie und weitere abgebildet werden. Im März wurde das Anlagevehikel weltweit eingeführt. ■

MONATS-CHART

GLOBALE ETF-ZUFLÜSSE



Quellen: ICI, EFAMA, Bloomberg, J.P. Morgan

Warten härtere Zeiten für ETF?
2017 war ein gutes Jahr für ETF, sie verzeichneten Rekordzuflüsse. Im Februar dieses Jahres blieben die Neuzuflüsse dann plötzlich aus. Sind sie aufgrund der zurückgekehrten Volatilität ausgetrocknet oder ist die Volatilität vielmehr eine Konsequenz davon, dass keine Gelder mehr in ETF fliessen? ■

verlinkte Anzeige

DU BIST WIRTSCHAFT.

Wir schreiben darüber.

PUNKTmagazin hetzt nicht dem Tagesgeschehen hinterher, sondern liefert Antworten und Hintergründe zu aktuellen Zeitfragen. Wir setzen Zeichen; alle zwei Monate am Kiosk oder im Abonnement. › www.punktmagazin.ch

PUNKT
Das Wirtschaftsmagazin

Erfolgsfaktoren

Nach einem Rekordjahr 2017 ist das faktorbasierte Investieren, auch als Smart Beta bekannt, auf bestem Wege, sich als fester Portfoliobestandteil zu etablieren.

Prasentiert von UBS

Mehr und mehr Investoren beschäftigen sich mit den ebenso vielfältigen wie interessanten Möglichkeiten, die das Factor Investing bietet. Noch werden die Smart-Beta-ETFs nicht so breit genutzt wie beispielsweise in den USA, doch 2017 verzeichneten Faktor-ETFs in Europa Rekordzuflüsse von rund 10 Milliarden US-Dollar. Diese Entwicklung dürfte sich fortsetzen. Die Palette der angebotenen Produkte ist breit und die Chancen sind zahlreich.

Die Grundlage des faktorbasierten Investierens ist, dass Aktien mit bestimmten Merkmalen (Faktoren) langfristig tendenziell besser abschneiden als der breite Markt. Zu den gängigsten Faktoren zählen Value, Size, Momentum, Quality, Yield und Low Volatility. Alleine diese Faktoren konnten den Markt seit 2001 jährlich um 175 Basispunkte (Yield) bis 570 Basispunkte (Size) übertreffen. Die risikobereinigten Renditen aller sechs Faktoren lagen dabei deutlich über denjenigen des Standard-Aktienmarktes in der Eurozone. Das Gleiche gilt für die US-Aktienmärkte. Umfassende wissenschaftliche Untersuchungen haben überdies bestätigt, dass die Aktienfaktoren den allgemeinen Märkten über unterschiedliche Zeiträume und Regionen hinweg überlegen waren. Zwar gibt es auch hier Phasen mit einer unterdurchschnittlichen sowie zyklischen Wertentwicklung, langfristig bieten Faktoren aber positive Überschussrenditen.

Vielfältige Möglichkeiten Anleger können auf mehreren Wegen in Faktoren investieren: Sie können eine klassische Buy and Hold-Strategie verfolgen und langfristig einen oder mehrere bevorzugte Faktoren kaufen, beispielsweise den Faktor Low Volatility, um das Portfoliorisiko zu reduzieren. Zudem gibt es die Möglichkeit taktischer Wetten, auch Faktor-Timing genannt, mit denen Opportunitäten in Bezug auf die Bewertung einzelner Faktoren oder deren kurzfristige Bewegungen genutzt werden können. Zudem können Anleger im Verlauf eines Konjunkturzyklus zwischen Faktoren rotieren. So könnten sich zum Beispiel Aktien mit einer Low Volatility oder Quality in Zeiten wirtschaftlicher Abschwünge lohnen, während Momentum-Titel in Phasen einer konjunkturellen Erholung eine bessere Wertentwicklung erzielen. ETFs, die spezifische Faktorengagements replizieren, sind eine transparente und kosteneffiziente Lösung für jede dieser Strategien.

Zusätzlich dazu gibt es die Möglichkeit des Multi-Factor-Investing, das sich aus dem Investieren in einzelne Faktoren entwickelt hat. Ziel von Multi-Faktor-Strategien ist es, die Portfoliorenditen zu verbessern und gleichzeitig das Risiko durch eine Verteilung auf mehrere Faktoren zu reduzieren. Dieser Ansatz ist ideal für Anleger, die Faktor-Risikoprämien mit einem geringeren Risiko als bei einzelnen Faktoren nutzen möchten.

Zudem sind Multi-Faktor-ETFs aufgrund der geringeren Risiken tendenziell besser als teilweiser Ersatz für Kernportfolios geeignet. Im Gegensatz dazu eignen sich einzelne Faktoren besser als Satelliten-Anlagen. UBS bietet einen Multi-Faktor-ETF, der auf dem MSCI USA Select Factor Mix basiert. Der Index repräsentiert ein gleich gewichtetes Investment in die sechs gängigen Aktienfaktoren: Value, Quality, Yield, Size, Momentum und Low Volatility. Ein solches Portfolio bot seit Januar 2000 (Backtest) eine Überschussrendite von 327 Basispunkten pro Jahr. Selbst während der Finanzkrise erlitt es keinen relativen Rückgang. Das zeigt das bemerkenswerte Potenzial des Factor Investing. ■ **RAIMUND MÜLLER (UBS)**

Erfahren Sie mehr

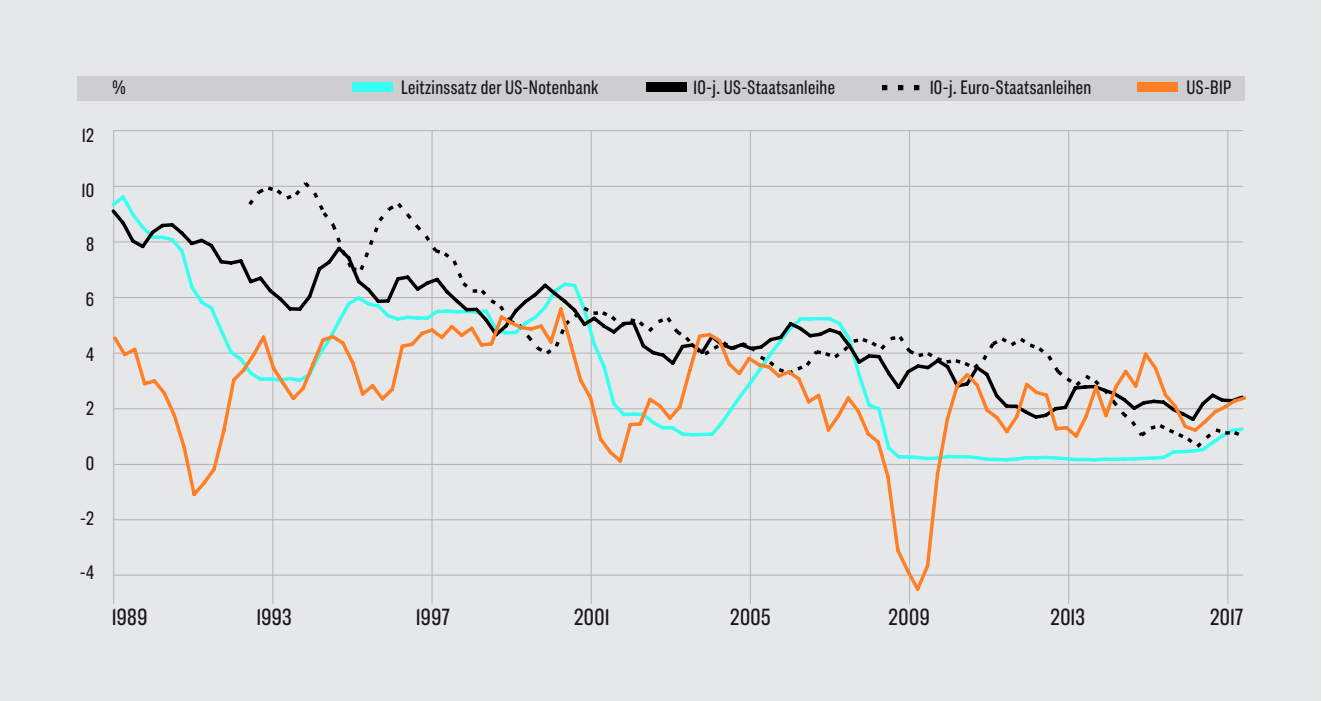
Des Finanzmarktes neue Kleider

Die Finanzwelt wird immer bedeutender. Donald Trump etwa nimmt die Entwicklung der Märkte als Massstab für den Erfolg seiner Politik. Vergessen geht, dass Finanzmärkte kaum mehr das sind, wofür sie gehalten werden.

Seit Anfang Februar trotten die Aktienmärkte mehr schlecht als recht vor sich hin. Noch immer verharren sie auf hohem Niveau, doch gegenüber ihren Allzeithochs zum Jahresneuanfang haben sie einige Prozentpunkte eingebüsst. Gemeinhin wird dieser jüngste Abschwung der sich andeutenden Handelsfehde zwischen den USA und China zugeschrieben. Dieses Narrativ hält Ronald Stöferle, verantwortlich für das Research- und Portfolio-Management beim unabhängigen Vermögensverwalter Incrementum AG, für zu kurz gedacht. Er sieht den Hauptgrund für das Schwächeln der Märkte darin begründet, dass die US-Notenbank die Zinsen zu erhöhen versucht und dafür ihre Bilanz kürzt. Natürlich dürfen im Zuge des Quantitative Tightening (QT) die geldpolitischen Stellschrauben nicht zu abrupt angezogen werden, da sonst das Kind mit dem Bade ausgeschüttet werden könnte. Nichtsdestotrotz soll die Bilanzkürzung bis Ende Jahr insgesamt 420 Milliarden Dollar betragen – 69 Milliarden sind schon erreicht.

Was die US-Notenbank zurzeit vormacht, erhofft man sich in gleicher Stringenz auch von anderen bedeutenden Notenbanken wie der europäischen ▸▸

ZINSZERFALL: ZINSEN WERDEN IN KRISENZEITEN GESENKT, DANACH ABER NICHT ERHÖHT *Quelle: Flossbach v. S. / Stand: 03.2018*



▸ und der japanischen. An der EZB-Pressekonferenz im März verzichtete der Rat auf die bisher übliche Phrase, die milliardenschweren Anleihekäufe nochmals ausweiten zu wollen. Interpretiert wurde diese Stellungnahme als Einstieg in den geldpolitischen Ausstieg aus dem Quantitative Easing (QE).

Der Aufstieg der Untoten Die Zentralwährungshüter scheinen in Sachen Normalisierung der Geldpolitik auf Kurs zu sein, so jedenfalls die Hoffnung. Doch ganz ohne Risiko ist diese nicht, wie der ehemalige Chefvolkswirt der Deutschen Bank und Gründungsdirektor des Flossbach von Storch Research Institute Thomas Mayer mahnt: Finanz- und Wirtschaftssystem seien durch die zahlreichen Rettungsmassnahmen der Zentralbanken und Staaten nicht stabiler, sondern fragiler geworden. Als Folge des billigen Geldes sei eine Horde lebender Toten, sogenannte «Zombieunternehmen», zum Leben erweckt worden, so Mayer. Gemeint sind Unternehmen, die kaum in der Lage sind, genügend Erträge zu erwirtschaften, um ihre laufenden Fremdkapitalkosten zu finanzieren. Sie leben von der Substanz, zehren Kapital auf und werden durch billige Niedrigzinskredite am Leben gehalten. Sie sind nur noch überlebensfähig, weil Geschäftsbanken bei der Kreditvergabe Nachsicht walten lassen und Ausfallrisiken nicht mehr einpreisen.

> **" Nachhaltige Zinssteigerungen in Kombination mit einer Konjunkturabschwächung werden Zombiefirmen nicht überleben. "**

Dass solche Untoten nach wie vor unter uns weilen, darauf deutet folgende Tatsache hin: In Deutschland, USA oder Japan liegen sich Unternehmenskonkurse auf einem historischen Tiefstand - erst vor Kurzem haben sie wieder zu steigen begonnen. Nachhaltige Zinssteigerungen in Kombination mit einer Konjunkturabschwächung werden diese Zombieunternehmen nicht überleben, ist Ökonom Mayer überzeugt. Ihr endgültiges Ableben brächte allerdings wenig Erleichterung, da so die Menge der öffentlich ausgewiesenen faulen Kredite bei Geschäftsbanken steigen dürfte und einige davon als Zombiebanken entlarven dürfte, gibt er zu Bedenken.

Das Tauziehen der Zentralbanken Dieser unheilvollen Dynamik sind sich auch die Zentralbanken bewusst. Es verwundert daher wenig, dass sie zur Tat schreiten, sobald die Finanzmärkte in unruhigeres Fahrwasser geraten. Wie die März-Zahlen offenbaren, hat die EZB just zu dem Zeitpunkt ihr Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors angekurbelt, als die Handelsspanne der in Euro denominierten, risikoarmen Unternehmensanleihen zu schnell auseinanderzugehen schien. Um den Markt zu beruhigen, kaufte die EZB in einer Woche für 2,2 Milliarden Euro über 50 Prozent mehr Unternehmensanleihen als in den vorausgegangenen Wochen, als sie durchschnittlich 1,4 Milliarden Euro dafür ausgab. Die EZB war damit nicht alleine. In den turbulenten Märzwochen, als der Nikkei-Index inmitten der globalen Aktienmarkt-Volatilität auf einen mehrjährigen Tiefstand absackte, wendete die Bank of Japan (BOJ) die Rekordsumme von 833 Milliarden Yen (beinahe acht Milliarden Dollar) auf, um über ▸▸

ETF landeseigene Aktien aufzukaufen. Seit 2010 hatte die BOJ keinen so hohen Betrag in einem Monat eingesetzt. Für Volkswirt Mayer ist klar: Die Politik der US-Notenbank kann nur so lange gut gehen, wie die Konstellation von guter Konjunktur und ausländischem QE erhalten bleibt. Kippt die Konjunktur oder beenden EZB oder BOJ ihr QE, wird man in den USA über die geldpolitischen Bücher müssen.

Mit ihren Interventionen mögen die Zentralbanken die Welt 2008 vor einem Totalkollaps bewahrt haben, doch sie scheinen eine Lawine ins Rollen gebracht zu haben, die kaum mehr zu stoppen ist. Die EZB sei längst zum weltgrössten Hedgefonds geworden, meint Stöferle. Oder wie solle man eine Institution nennen, die mittlerweile Anleihen im Wert von beinahe der Hälfte des gesamteuropäischen BIP besitzt, fragt er suggestiv. In seinen Augen schreitet die «Japanisierung» Europas zügig voran. Die BOJ besässe nicht nur bis zu 50 Prozent aller japanischen Staatsanleihen, sondern sei in der Zwischenzeit auch stolzer Inhaber von 77 Prozent aller japanischen ETF und somit Aktionär japanischer Unternehmen. Selbst wenn sie keinen Einfluss auf die Entscheidungsfindung eines Unternehmens nähme, beeinflusse die Bank of Japan die Bewertung des Unternehmens als Aktienbesitzer und potenzieller Market Maker, argumentiert Vermögensverwalter Stöferle.

Finanzmärkte, die keine mehr sind

Zentralbanken haben in den vergangenen Jahren nicht nur für Preisverzerrungen gesorgt, auch Ausfallrisiken werden heute kaum mehr eingepreist. Nicht zuletzt deshalb, weil Zentralbanken – im Glauben an ihre Macht, unendlich viel neues Geld schaffen zu können – geflissentlich darüber hinwegsehen. Einer Kettenreaktion gleich verleitet das Geschäftsbanken dazu, Kreditrisiken weniger stark zu gewichten, da sie im Notfall immer noch auf die Rettung durch die Zentralbank hoffen. Die Folge davon sind Wettbewerbsverzerrungen. Die bereits erwähnten Zombieunternehmen verschwinden nicht vom Markt und erschweren damit neuen Firmen den Marktzutritt. Auch konkurrieren sie die Investitionstätigkeit von Nicht-Zombieunternehmen. Die Anleihen- und Aktienkäufe durch Zentralbanken bevorzugen zudem Grossunternehmen, da diese kapitalmarktfähig sind und daher für die Ankaufprogramme überhaupt erst in Frage kommen.

Ob Risikobepreisung, Bankrotte, Preismechanismus oder Wettbewerb: Mehrere elementare Grundpfeiler des Marktes sind heute stark verzerrt oder de facto ausser Kraft gesetzt. Es sei nicht unwahrscheinlich, dass diese verzerrten Märkte nach neuen, noch unverstandenen Prämissen funktionieren würden, meint Stöferle. Angesichts dieser Tatsachen stellt sich für ihn die Frage: Können wir überhaupt noch von Finanzmärkten sprechen, wo diese doch die Eigenschaften eigentlicher Märkte gar nicht mehr verkörpern? Ökonom Mayer hält den Begriff tatsächlich nur noch für eine Worthülse. Bei den «Finanzmärkten» von heute handle es sich um eine von den Zentralbanken gesteuerte Planwirtschaft. Des Finanzmarktes neue Kleider, die ihm Zentralbanken übergestülpt hätten, getraue jedoch kaum jemand zu benennen.

> **" Können wir überhaupt noch von Finanzmärkten sprechen, wo diese die Eigenschaften echter Märkte nicht mehr verkörpern? "**

Mayer weiss um die Kontroversen, für die er mit seinen Aussagen sorgt. Natürlich würden sich die derzeitigen Zentralplaner nicht wie zu Sowjet-Zeiten an Einzelplänen für unzählige Güter abquälen, sondern den Zins zu steuern versuchen. Mit der Konsequenz, dass der wichtigste Preis eines Marktes heute manipuliert sei, so Ökonom Mayer. Für manch einen mag «Manipulation» etwas gar heftig klingen. Zentralbanken seien zwar staatlich institutionalisiert, nichtsdestotrotz würden sie zum Finanzsystem gehören, weil sie nachgefragt werden, wäre wohl die Kritik. Für Mayer allerdings haben sich die Zentralbanken in den 1990er-Jahren endgültig zu makroökonomischen Planungsbehörden gewandelt. Damit hätten sie das Auflösen zentraler Marktmerkmale bedingt und die Finanzialisierung der Wirtschaft vorangetrieben. ■ PH

HATTEN SIE S GEWUSST

Der schnellstwachsende Gold-ETF

Der an der Börse Shenzhen gelistete Bosera Gold ETF verzeichnet bis Mitte April 2018 den höchsten Neugeld-Zufluss seit seiner Lancierung im 2014: Er sammelte 610 Millionen Dollar ein. Das Produkt gehört damit zu den schnellstwachsenden Gold-ETF in diesem Jahr. An der Spitze liegen die zwei Blockbuster-ETF iShares Gold Trust und SPRD Gold Shares. Den dritthöchsten Zufluss verzeichnet der Bosera Gold ETF. ■

Ueli Mettler ist Partner beim Beratungsunternehmen c-alm

Suitability auf Irrwegen

Man müsste meinen, Anlageberatung erfolge für verschiedene Anlegertypen etwa nach demselben Strickmuster. Dem ist nicht so! Die für institutionelle Anleger bewährten Beratungsprinzipien haben mit den in der Anlageberatung von Privatkunden seit Mifid/Fidleg etwa so viel gemeinsam wie Trump mit Obama. Das gibt zu denken.

Am Ursprung der Bestimmung einer Anlagestrategie für eine Pensionskasse liegt die Identifikation von deren Risikoprofil, das meist als Kombination der beiden Kennzahlen Mindest-/Sollrendite und Risikofähigkeit hergeleitet wird. Die Parametrisierung dieser Kennzahlen und damit des Risikoprofils erfolgt auf der Basis der Fortschreibung der finanziellen Verhältnisse und der Einnahmen und Ausgaben. Dieser Prozess nennt sich Asset Liability Management.

Die Anlagestrategie wird auf der Grundlage möglichst akkurat recherchierter Rendite-Risiko-Eigenschaften so gewählt, dass einerseits die erforderliche Mindest-/Sollrendite erreicht wird und andererseits der Risikograd der gewählten Anlagestrategie die verfügbare Risikofähigkeit nicht überschreitet. Eine solche Anlagestrategie wäre dann geeignet oder im Compliance-Jargon «suitable». Diese Anlagestrategie wird in Zyklen von drei bis fünf Jahren festgelegt und bildet dann gleichsam den Restriktionsrahmen für die strategiekonforme Durchführung aller nachgelagerten Aufgaben. Ein analoges Vorgehen für Privatkunden würde bedeuten, deren finanzielle Verhältnisse und die Entwicklung ihrer Einkommen und Ausgaben über deren Lebenszyklus fortzuschreiben und darauf basierend das persönliche Risikoprofil abzuleiten. Dieses Profil wäre dann nicht nur Grundlage zur Bestimmung einer im Sinne von Art. 13 Fidleg geeigneten Anlagestrategie und daraus abgeleiteter vertraglicher Anlagedienstleistungen, sondern könnte – im Sinne einer ganzheitlichen Beratung – gleich auch als Basis zur Beantwortung von Vermögensstrukturierungs-, Vorsorge-, Finanzierungs-, Steuer- und Budgetfragen herangezogen werden.

Nun, wie sieht Anlageberatung in der Compliance-gesättigten, um nicht gar zu sagen -geschädigten Praxis aus? Zumindest in der Bankenwelt scheint sich die Meinung durchgesetzt zu haben, dass der strategische Eignungstest für jede Transaktion neu durchgeführt werden muss. Zu diesem Zweck stellt man am «Point of Sale» teure Beratungssysteme (die eher die Bezeichnung Portfoliomanagementsysteme verdienen würden) zur Verfügung, die je Transaktion den Nachweis erbringen wollen, dass sich diese für den Anleger eignen. Die Grundlage für diese Eignungsanalyse bilden undurchsichtige Quantsysteme, die vom Berater kaum und vom Kunden überhaupt nicht verstanden werden. Dass in dieser neuen Prozessordnung zudem erstens Fachaufgaben vom Spezialisten an den Kundenberater übergehen, zweitens dieser damit nur noch bedingt Zeit findet, seine Helikopterfunktion gegenüber dem Kunden wahrzunehmen, und drittens die «unité de doctrine» im Dienstleistungsauftritt verloren geht, sind logische Konsequenzen.

Es ist höchste Zeit, um mit etwas Abstand von der Implementierungshysterie rund um die Mifid/Fidleg-Vorgaben – dafür mit etwas mehr gesundem Menschenverstand – die Frage noch einmal grundsätzlich aufzurollen, was Beratungsnutzen für den Privatanleger bedeutet. ■

Der Reiz der Nebenwerte

Es ist kein Geheimnis, dass kleinere Unternehmen an der Börse in der Regel besser abschneiden als grosse Unternehmen. Die Zahlen sprechen für sich: Globale Nebenwerte, gemessen am MSCI All Country World Index, erzielten in den vergangenen 20 Jahren eine doppelt so hohe Rendite wie grosse Unternehmen.

Den Grösseneffekt entdeckte der Schweizer Rolf W. Banz bereits 1981. Jener besagt, dass Werte mit einer niedrigen Marktkapitalisierung gegenüber grossen Titeln besser abschneiden. Dieser Small-Cap-Effekt ist aber nicht mit dem bekannten Capital Asset Pricing Modell (CAPM) erklärbar, er beruht also nicht allein auf einem höheren Beta der kleineren Werte gegenüber dem Gesamtmarkt und liefert daher eine eigene Risikoprämie.

Risikoscheue Anleger meiden trotz der starken Performance Small Caps häufig, weil deren Kurse nach allgemeiner Einschätzung deutlich stärker schwanken als die von Large Caps. Das stimmt allerdings nicht ganz, sagt eine neue Studie von M.M.Warburg. In ihren Untersuchungen kommen die Experten zum Schluss, dass die Unternehmensgrösse keinen wesentlichen Einfluss auf die Volatilität aufweist.

Und die Studienautoren sind unverhofft noch auf ein weiteres interessantes Ergebnis gestossen. Auch wenn es zwischen Unternehmensgrösse und fundamentaler Beständigkeit keinen Zusammenhang gibt, so gibt es ihn durchaus zwischen fundamentaler Beständigkeit und fundamentalem Erfolg, schreiben die Analysten. Unternehmen, die eine linearere, gleichmässigere Geschäftsentwicklung aufweisen sind auch die, die langfristig die stärksten Gewinnwachstumsraten aufweisen.

Small Caps liefern also einen wertvollen Renditebeitrag

AUSGEWÄHLTE SMALL CAP ETF

ETF	ISIN	TER	AuM (Mio. CHF)
SPDR Russell 2000 US Small Cap	IE00BJ38QD84	0.30%	540
iShares EURO STOXX Small	IE00B02KXM00	0.40%	1223
SPDR MSCI World Small	IE00BCBJG560	0.45%	311
iShares MSCI EmMa Small Cap	IE00B3F81G20	0.74%	445
Xtrackers MSCI Europe Small Cap	LU0322253906	0.30%	1018

Quelle: Anbieter, Stand 16.4.18

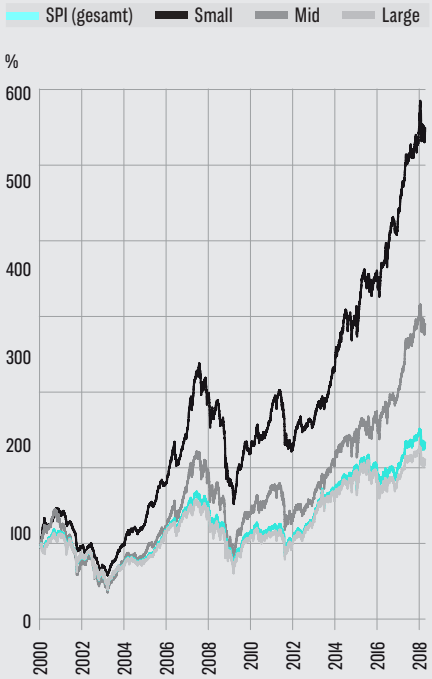
und gehören somit in ein langfristig ausgerichtetes Aktienportfolio. Da marktbreite Indizes die Lage Caps tendenziell bevorzugen (jede Firma ist im Index mit einem Börsenwert gewichtet), können (Index-)Positionen in Small Caps dem entgegenwirken. ■ **RB**

HINTERGRUND

Die Kleinen schlagen die Grossen

Hätten Anleger seit dem Jahr 2000 ausschliesslich auf grosse Schweizer Firmen gesetzt (Large Caps), dann wäre ihnen ein entscheidender Renditebeitrag entgangen. So erzielte etwa der SPI, Gesamtbarometer der kleinkapitalisierten Unternehmen, in dieser Zeitspanne eine viermal höhere Performance. Dieser Renditeaufschlag wird als Small Cap- oder auch Illiquiditätsprämie bezeichnet. In der Schweiz beträgt die Small-Cap-Prämie seit 2000 im Durchschnitt jährlich rund vier Prozent. ■

KLEINE GANZ GROSS *Quelle: SIX*



Auch international

Auf internationaler Ebene zeigt sich, über längere Zeiträume betrachtet, ein ähnliches Bild. Sowohl in den Industrie- wie in den Schwellenländern erzielten Nebenwerte eine deutlich höhere Performance. Doch besonders in weniger entwickelten Volkswirtschaften werden Nebenwerte von den Anlegern oft übergangen. Das dürfte sich ändern: Inzwischen machen Small Caps über ein Viertel der gesamten Marktkapitalisierung der Schwellenländer aus. ■

Der Token macht den Unterschied

Das Internet scheint regelrecht befallen zu sein. Im Zuge der von Bitcoin lancierten Krypto-Epidemie schiessen digitale Token derzeit wie Pilze aus dem Boden. Sie tragen Namen wie Dash, Lumens, Monero, Ethorse, Moon- oder Trumpcoin. Doch was ist ein Token überhaupt? Wofür ist er gut? Dabei handelt es sich letztlich um eine digitale Wertmarke, die in irgendeiner Weise mit einer Geschäftsidee, einem Projekt, einem Unternehmen in Verbindung steht. Auf unterschiedlichen Handelsbörsen lassen sie sich wie Aktien kaufen oder verkaufen. Vielfach ermöglicht ein Token exklusiven Zugang zu einem Internetprotokoll, letztlich zu einem Netzwerk, das durch die Blockchain-Technologie und deren dezentralisierte Datenbank aufrechterhalten wird.

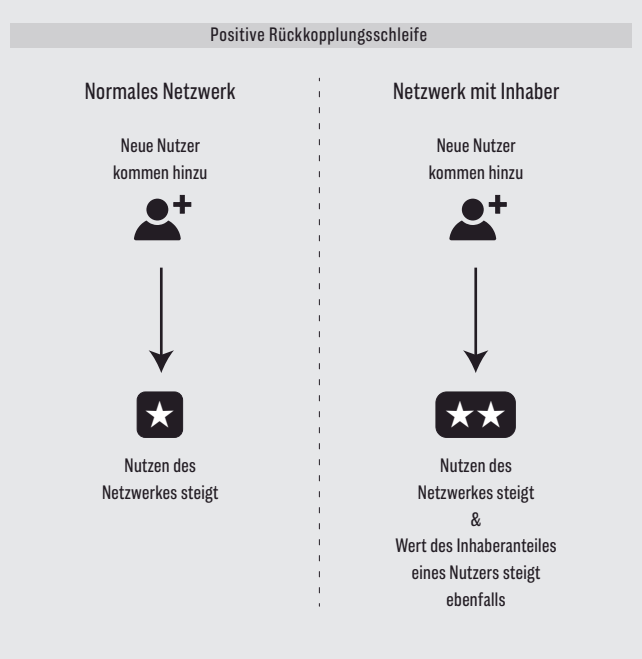
Vielfalt der Token-Arten Token ist allerdings nicht gleich Token. So gibt es den Coin, der die Funktion einer Währung innehat. Im Gegensatz zu konventionellen Währungen wird dieser Coin nicht durch eine Zentraleinheit herausgegeben, sondern entsteht durch das Mining unterschiedlicher am System teilhabender Akteure. Dabei investieren diese stromintensive Rechenleistung, um das jeweilige Zahlungsnetzwerk aufrechtzuerhalten. Als Belohnung erhalten sie die neu geschürften Coins. Das prominenteste Beispiel ist der Bitcoin. Die Finanzmarktaufsicht der Schweiz spricht bei dieser Art Coin von Zahlungs-Token.

Der eigentliche Token ist vielmehr mit einem Gutschein, Coupon oder Ticket zu vergleichen. Beispielsweise ein Kinoeintritt, der Zutritt in den Kinosaal gewährt. Ausserhalb des jeweiligen Kontextes hat er keinen Wert. Man unterscheidet zwischen drei verschiedenen Token-Arten. Unter dem Utility-Token werden diejenigen Token verstanden, die digitalen Zugang zur Nutzung eines Blockchain-Netzwerkes ermöglichen. Davon abgesehen, scheint dieser Token keinen anderen Nutzen zu haben. Etwas salopp spricht man in diesem Zusammenhang deshalb auch von «Krypto-Fuel», dem Treibstoff für das Netzwerk. Als Beispiele werden hier häufig Ether oder IOTA genannt. Um diese Kategorie zu beschreiben, verwendet die Finma den Begriff des Nutzungs-Token.

Eine zweite Art ist der Security-Token. Als solche werden sämtliche Arten von handelbaren Vermögenswerten bezeichnet. Ausschlaggebend ist, dass diese Art von Token durch einen physischen Gegenwert gedeckt ist und letztlich eine Einlösungspflicht besteht. So können Inhaber eines entsprechenden Security-Token diesen entweder für ein Edelmetall, ein Luxusgut oder einen Anteil an einer Immobilie einlösen. Ein Beispiel hier ist der DigixDao-Token. Gemäss Finma fallen die Security-Token in die Kategorie der Anlage-Token.

Dann gibt es auch noch den Equity-Token. Der Idee nach verkörpert ein solcher eine digitale Aktie. Über einen Smart Contract, einen sich selbst exekutierenden Vertag auf der Blockchain, sollen potenziell anfallende Dividenden an die Equity-Token-Inhaber ausbezahlt werden – in einer Kryptowährung versteht sich. Wie bei einer Aktie kann der Inhaber an Abstimmungen teilnehmen, die transparent über die Blockchain durchführt werden. Prominentes Beispiel aus der Schweiz: der Modum-Token. In diesem Fall verwendet die Finma ebenfalls den Begriff des Anlage-Token.

DER MEHRWERT DES BLOCKCHAIN-NETZWERKS



Quelle: thecontrol.co

Neue Welt der Token-Ökonomie Gewöhnlich ist die Anzahl Token auf eine im Programmiercode des jeweiligen Blockchain-Netzwerkes festgelegte Menge beschränkt. Falls sie bereits geschaffen wurden, werden sie als «premined» bezeichnet. Alternativ werden über einen programmieren Netzwerk-Algorithmus und unter vordefinierten Bedingungen in regelmässigen Abständen neue Token kreiert, bis die im Code festgelegte Gesamtmenge erreicht ist. ▸▸

Als Werteinheit eines Netzwerkes sind die Token Teil einer Anreizstruktur. Für ein Blockchain-Netzwerk ist eine solche unabdingbar. Es gibt eben keine zentrale Kontrollinstanz, welche die Funktionalität des Netzwerkes sicherstellt, indem sie letztgültige Entscheidungen fällt und Fehlverhalten von Netzwerk-Teilnehmern sanktioniert. Im Falle der Blockchain sorgen dafür Kryptografie und Mathematik. Die netzwerkeigenen Token steuern ihren Teil dazu bei, indem sie für die Nutzer des Netzwerkes ökonomische Anreize zur dezentralisierten Konsensfindung schaffen. Denn über einen Token ist dessen Inhaber finanziell am Netzwerk beteiligt. Nur logisch also, dass Miteigentümer eines Netzwerks ein Interesse an dessen Erfolg haben. Die teils frenetisch anmutende Begeisterung von Bitcoin-, Ethereum- oder IOTA-Nutzern ist darauf zurückzuführen, dass sie das Netzwerk nicht nur nutzen, sondern über die Token daran beteiligt sind und direkt von dessen Erfolg profitieren. Nutzer werden so zu Fans oder gar Jüngern, die als passionierte Entwickler, Vermarkter und Verkäufer zur weiteren Verbreitung der Idee beitragen.

> **" Dank digitaler Token können Blockchain-Protokolle von ihren Schöpfern direkt monetarisiert werden. "**

Diese Art von Netzwerkinhaber-Effekt hat es so noch nie gegeben. Wer bis zum Aufstieg der Token-Ökonomie mit der Entwicklung neuer Internetprotokolle Geld verdienen wollte, musste dazu Software entwickeln und diese verkaufen. Die Entwickler von Webservern oder Browsern waren oftmals andere, sodass die Urheber der ihnen zugrundeliegenden Internetprotokolle nicht direkt mitverdienten. Dank digitaler Token können Blockchain-Protokolle von ihren Schöpfern direkt monetarisiert werden. Zudem verdienen sie und die Early Adopter einer Idee erst noch daran, dass andere Unternehmen neue Projekte auf ihrem Protokoll aufbauen. Nicht zuletzt deshalb sind jene Token mit der derzeit höchsten Marktkapitalisierung fast ausschliesslich Bestandteil verschiedenster Basisprotokolle.

Auf der Grundlage dieser beschriebenen kryptoökonomischen Anreize entstehen neue Internet-Gemeinschaften in Form Blockchain-basierter Token-Modelle. Auch wenn es derzeit weit über tausend gibt, werden nur einige überleben. Der Token an sich ist gekommen, um zu bleiben. ■ PH

verlinkte Anzeige

Vanguard ['vɛngɑːd]

1. Pionier einer neuen Ära.
2. Vorreiter einer neuen Bewegung.
3. Einer der größten Fondsmanager der Welt.

Der Wert von Anlagen und die daraus resultierenden Erträge können steigen oder fallen, und Investoren können Verluste auf ihre Investitionen erleiden.

institutional.vanguard.ch/defininginvestment
044 220 13 00
Vanguard: Anlegen neu definiert

Vanguard®

Herausgegeben von Vanguard Investments Switzerland GmbH. © 2018 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Alle Rechte vorbehalten.
VISG 433791

«Inflation ist der schlafende Riese»

Salman Ahmed ist Chief Investment Strategist bei Lombard Odier Investment Managers.

Nach einem Rekordstart mussten Anleger im Februar einen herben Rückschlag einstecken. im März hat sich die Lage etwas erholt. Der Anlagestratege Salman Ahmed bleibt optimistisch, sieht aber einige Gefahrenherde.

Im ersten Quartal haben sich Bullen und Bären an den Aktienmärkten ein Seilziehen geliefert. Sind die unruhigen Phasen Vorboten einer längeren Aktienkorrektur? 2017 war ein aussergewöhnliches Jahr mit niedriger Inflation und starkem Wachstum. Das makroökonomische Umfeld im laufenden Jahr ist weiterhin durch starkes Wachstum geprägt. Was sich geändert hat, ist die Inflation, die etwas höher ausfällt. Historisch gesehen war dies stets mit einer höheren Volatilität verbunden. Insgesamt sind wir gegenüber Aktien positiv eingestellt, gehen aber davon aus, dass die Volatilität hoch bleibt.

Wir sehen derzeit einen Aufschwung der Weltwirtschaft, doch dieser wird überschattet von zunehmenden Protektionismus. Wie beurteilen Sie die Gefahr von Handelskriegen und was hätte diese für einen Einfluss auf die Finanzmärkte? Wir erwarten, dass sich das Geplänkel um Handelsfragen fortsetzt, denken aber, dass die Ängste vor einem regelrechten Handelskrieg übertrieben sind. Von letzterem würden wir sprechen, wenn die Chinesen ihre Währung beziehungsweise ihre Währungsreserven einsetzten und die USA einen massiven Anstieg der Sanktionen verkünden. Danach sieht es derzeit nicht aus. Kurzfristig ist damit zu rechnen, dass der Handelskonflikt zwischen den USA und China durch bilaterale Massnahmen zwischen den Parteien entschärft wird.

Die Volatilität bleibe hoch, haben Sie gesagt. Wie sieht es um die Inflationsrisiken aus? Sind sie in den Hintergrund geraten? Inflation ist der schlafende Riese. Das gebremste Lohnwachstum im März-Bericht hilft vielleicht, die Inflationssorgen zu mindern. Dennoch halten wir an unserer seit langem bestehenden Auffassung fest, dass die Teuerung dieses Jahr zunehmen wird. Und wir sind auch weiterhin der Ansicht, dass sich der Inflationsdruck ab Mitte des Jahres wahrscheinlich verstärken wird. Sollten wir einen signifikanten Anstieg sehen, werden alle Anlageklassen unter Druck geraten. Angesichts des derzeitigen Zinsniveaus und der Risiken, die mit einer steigenden Inflation verbunden sind, erachten wir ein ▸▸

umfassendes Risiko-Management als sinnvoll.

Die Rückkehr der Inflation würde die Märkte – sowohl die Aktien- wie auch Obligationenmärkte – strapazieren. Was genau würde geschehen? Es kommt darauf an, ob der Markt von der Inflationsentwicklung überrascht wird. Wenn die Inflation schneller ansteigt als erwartet, würde der Markt durch eine schnellere oder umfassendere Verknappung reagieren. Bislang sind die Märkte und die Fed auf dem gleichen Weg, aber die Inflationsdynamik ist nach wie vor das Hauptrisiko.

Sollten die Zentralbanken in Europa oder Japan derjenigen der USA folgen und ebenfalls an der Zinsschraube drehen? Europa liegt zwei bis drei Jahre hinter dem US-Zyklus zurück. Wir gehen aber davon aus, dass die EZB das Quantitative Easing bis zum vierten Quartal zurückfahren wird. In Japan dürfte dies bis Anfang des nächsten Jahres der Fall sein.

Was bedeutet das für die Anleger? Sollten sie den Aktien weiterhin treu bleiben? Das makroökonomische Umfeld mit einem weiterhin robusten globalen Wachstum unterstützt trotz der seit Jahresbeginn gestiegenen Volatilität nach wie vor risikoreiche Anlagen, einschliesslich Aktien. Wir sind unverändert positiv eingestellt gegenüber Europa und den Schwellenländern. Wir bevorzugen diese Regionen gegenüber dem US-Markt, wo die Bewertungskennzahlen stärker aufgebläht sind.

> " Wenn die Inflation schneller ansteigt als erwartet, würde der Markt durch eine schnellere oder umfassendere Verknappung reagieren. "

Technologiewerte kamen in den letzten Wochen stark unter Druck. Ist das langfristige Potenzial der FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google) ausgeschöpft? Wir glauben, dass diese Bedenken sowohl mit den aktuell hohen Bewertungen als auch mit dem bisherigen Momentum verknüpft sind. Das heisst, der Technologiesektor war in jüngster Zeit der Gewinner in Sachen Performance. Eine der treibenden Kräfte für die Kursbewegungen bei den marktführenden Tech-Titeln ist die Gefahr einer verstärkten regulatorischen Überprüfung.

Was bedeutet die Gefahr einer zunehmenden Regulierung? Regulierung ist ein neues Thema für die FAANG-Werte. Es ist aber eine grundsätzliche Thematik, da die grossen Tech-Unternehmen sehr unterschiedliche Geschäftsmodelle haben. Nach unserem Dafürhalten stellen die aktuellen und möglicherweise anhaltenden Schwankungen an sich keine makroökonomische Gefahr dar, besonders weil die verschiedenen Tech-Unternehmen ganz unterschiedlich aufgestellt sind und sich regulatorische Änderungen – die mit Blick auf Umfang und Terminierung noch unsicher sind – wahrscheinlich auf einzelne Gesellschaften konzentrieren werden.

Blicken wir auf die Anleihen. Die Bonitätsspreads von Unternehmens- und Hochzinsobligationen notieren unter dem historischen Mittel. Sind sie trotzdem noch attraktiv? Generell sind die Credit Spreads immer noch eng. Wir sehen vor allem im Segment BBB bis BB attraktive Möglichkeiten für Anleger.

Wie sieht es aus mit Staatsanleihen? Wir würden davon abraten. Seit Mitte des letzten Jahres sind wir untergewichtet in Staatsanleihen.

Und was ist mit Schwellenländer-Anlagen? Könnten diese Firmen die Gewinner der Weltwachstumsbeschleunigung sein? Die Schwellenländer sind in der Tat gut aufgestellt, um sich im aktuellen Umfeld zu behaupten. Auf der einen Seite können die Schwellenländer vom robusten globalen Wachstum über den Export profitieren. Darüber hinaus wird der mit dem globalen Wachstum verbundene Anstieg der Rohstoffpreise auch den Rohstoffexporteuren zugutekommen. Auf der anderen Seite haben die Schwellenländer auch ihre Abhängigkeit vom Export zugunsten der Binnennachfrage verringert, was sie weniger abhängig macht von der Entwicklung in den entwickelten Märkten. Die angespannten Handelsbeziehungen zwischen den USA und China stellen jedoch ein kurzfristiges Risiko dar. ■ RB

> " Seit Mitte des letzten Jahres sind wir untergewichtet in Staatsanleihen. Von ihnen ist zurzeit abzuraten. "

Lombard Odier Investment Managers