

Lieber Anleger

Volatilität historisch statt erwartet und die Emittentenbonität der Deutschen Bank.

Der Gegensatz ist frappant. Im Herbst gaben sich die Anleger gelassen, die Tagesschwankungen an den Börsen waren klitzeklein. Jetzt nicht mehr, und Analysten sprechen von einem neuen Zeitalter. Der Kontrast zeigt sich nicht nur in der erwarteten Volatilität der Angstbarometer Vix für den S&P 500 und VSMI für den Swiss Market Index. Besonders eindrucksvoll ist die Zunahme der realisierten historischen Volatilität.

Der 50-Tages-Durchschnitt der Schwankungsbreite des S&P 500 sank Ende 2017 so weit nach unten wie mindestens seit dem Jahr 2000 nicht mehr. Das war ebenfalls ein anderes Zeitalter mit der Internetblase und stetigem Wachstum und geringer Inflation. Im Januar schoss dann die historische Volatilität in die Höhe. Mein Kollege Frank Heiniger hat den Verlauf im Chart des Tages vom Dienstag aufgezeigt (vgl. www.fuw.ch/280418-8).

Nicht nur an den Märkten hat die Nervosität zugenommen, sondern auch bei der Deutschen Bank. Ihr Sicherungssystem Bärenfänger hat nicht zugeschnappt, als mit einer Routinezahlung versehentlich 28 Mrd. € an die Terminbörse Eurex überwiesen wurden – ich habe vor einer Woche darüber berichtet. Nun hat die Bank Post erhalten von der Europäischen Zentralbank. Sie will mit einem Fragenkatalog herausfinden, was schief gelaufen ist, und wie solche Fehler künftig verhindert werden.

Vor dem Versagen der Bärenfalle hat der schnelle Chefwechsel für Aufsehen gesorgt, auch bei den Ratingagenturen. Standard & Poor's setzt die Bonitätsnote A– der Deutschen Bank auf die Beobachtungsliste für eine Herabstufung. Auch der Markt ist skeptisch. Die Prämie

für Kreditversicherungen (Credit Default Swaps, CDS) ist vom Tief Ende Januar um den Faktor 1,7 gestiegen. Für nachrangige Papiere beträgt sie unterdessen mehr als 2%. Die Deutsche Bank ist in ihrem Heimmarkt der fünfgrösste Emittent von strukturierten Produkten mit einem Anteil an der gesamten Anlagensumme von knapp 10%. In der Schweiz ist ihr Umsatzanteil an der Börse gering. Anleger müssen die Bonität im Auge behalten, denn strukturierte Produkte sind Schuldverschreibungen, ihr Wert hängt von der Zahlungsfähigkeit des Emittenten ab. Informationen zu allen Emittenten liefert der Branchenverband SVSP.

Bei den Hebelprodukten ist die Aktie der Deutschen Bank als Basiswert gefragt. Im März lag sie hinter dem Dax und Tesla auf Platz drei, wie Derivative Partners berichtet. Wo viel Risiko ist, locken Calls und Puts mit viel Gewinn.

Unter Druck ist auch die Chicagoer Terminbörse CBOE. Sie kalkuliert den Vix, und Volatilitätszertifikate haben die Börsenturbulenzen Anfang Februar verschlimmert. Damals hat Credit Suisse das Zertifikat XIV zurückgezogen, und ProShares hat bei seinem SVXY die Partizipationsrate halbiert. Eine Sammelklage wirft der CBOE Manipulation vor.

Ihr Chef, Ed Tilly, hat sich diese Woche mit einem offenen Brief an die Kunden und Händler gewandt. Die Kurzfassung: CBOE arbeitet daran, die kritisierte Schlussauktion am Verfalltag der Vix-Futures zu verbessern, doch Fehler eingestehen will die Börse nicht. Um Vertrauen aufzubauen, genügt das nicht.

Ihr Derivatler

Kotierte Zertifikate

Valor	Bank	Produkt	Coupon / Basiswert	Verfall	Lib.	Ausgabepreis	Inserat auf
30039588	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	17% Amazon/Netflix/Tesla	22.07.19	30.04.18	1000 Fr.	
30039589	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	11.6% AMS/Logitech/Vifor	22.07.19	30.04.18	1000 Fr.	
30039590	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	9.4% Clariant/Idorsia/Lonza	22.07.19	30.04.18	1000 Fr.	
30039573	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	7% CS/Julius Baer/UBS	23.07.21	30.04.18	1000 Fr.	
40510059	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	12.75% Amazon/Spotify/Tesla	23.04.19	30.04.18	1000 Fr.	
40671792	BAER	Bar. Rev. Conv.	4.95% Landis + Gyr	24.04.19	02.05.18	1000 Fr.	
40671795	BAER	Bar. Rev. Conv.	7.5% Leonteq	24.07.19	02.05.18	1000 Fr.	
40671797	BAER	Bar. Rev. Conv.	8.45% OC Oerlikon	24.07.19	02.05.18	1000 Fr.	
40671796	BAER	Bar. Rev. Conv.	7% Straumann	24.07.19	02.05.18	1000 Fr.	
40671793	BAER	Bar. Rev. Conv.	7.2% Sulzer	24.04.19	02.05.18	1000 Fr.	
40671794	BAER	Bar. Rev. Conv.	4.2% Vontobel Holding	24.04.19	02.05.18	1000 Fr.	
24173370	VT	Multi Defender Vont	5% Aktien Basket Schweiz	02.05.18	02.05.18	1000 Fr.	
40486494	BAER	Call. Multi Bar. Rev. Conv.	4.1% Index Basket	25.10.19	03.05.18	1000 Fr.	
25933039	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	7% ABB/Adco/Lonza	26.04.21	03.05.18	1000 Fr.	
41051571	UBS	Kick-In GOAL	13% Qualcomm/Intel/AMS	24.04.20	03.05.18	1000 Fr.	
41051285	UBS	Kick-In GOAL	6.5% Julius Baer/Commerzbank/CS	25.04.19	03.05.18	1000 Fr.	
41051570	UBS	Kick-In GOAL	6.25% Lonza/Novartis/Roche	28.10.19	03.05.18	1000 Fr.	
41051562	UBS	Kick-In GOAL	4% S&P 500/Nikkei 225/SMI	27.10.20	03.05.18	1000 Fr.	
40510068	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.25% Allianz/AXA/Baloise/Zurich	28.10.20	04.05.18	1000 Fr.	
40510075	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.75% Aktien Basket Schweiz	27.04.20	04.05.18	1000 Fr.	
40510082	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3.6% SMI/Euro Stoxx 50/S&P 500	28.10.21	04.05.18	1000 Fr.	
40510074	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.8% Nestlé/Novartis/Roche	27.04.21	04.05.18	1000 Fr.	
40510078	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5% OC Oerlikon/Schindler/VAT	28.10.19	04.05.18	1000 Fr.	
40671568	BAER	Call. Multi Bar. Rev. Conv.	8.1% Vifor Pharma/Basilea Pharma/Lonza	29.06.19	07.05.18	1000 Fr.	
40982242	VT	Multi Defender Vont	5% ABB/Geberit/LafargeHolcim	27.04.21	07.05.18	1000 Fr.	
40982236	VT	Multi Defender Vont	3.25% Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	27.04.21	07.05.18	1000 Fr.	
40982431	VT	Multi Defender Vont	10% Aktien Basket Ausland	29.04.19	07.05.18	1000 Fr.	
40458547	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10.2% AMS/GAM/Logitech	28.09.19	07.05.18	1000 Fr.	
30039614	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	14.4% Avis/Hertz	29.07.19	07.05.18	1000 Fr.	
30039613	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	6.4% BP/Shell/Statoil/Total	27.04.20	07.05.18	1000 Fr.	
30039617	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	11% GAM/Partners Grp/UBS	29.07.19	07.05.18	1000 Fr.	
40510084	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	10.5% Adidas/Nike/Under Armour	30.04.19	07.05.18	1000 Fr.	
40510070	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	8.2% Alphabet/Apple/Microsoft	31.07.19	07.05.18	1000 Fr.	
40510085	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	8.5% Daimler/Fiat/Ford/Peugeot	30.04.19	07.05.18	1000 Fr.	
41534649	BCV	Bar. Rev. Conv.	5.2% Nestlé/Novartis/Roche	04.05.20	08.05.18	1000 Fr.	
41422669	VT	Multi Defender Vont	5.5% Aktien Basket Schweiz	03.05.21	09.05.18	1000 Fr.	
41534648	BCV	Bar. Rev. Conv.	6.25% Credit Suisse/Julius Baer/UBS	02.05.19	09.05.18	1000 Fr.	
25933054	EFG	Bar. Rev. Conv.	10% Adecco/Straumann/Zurich	02.05.19	09.05.18	1000 Fr.	
25933055	EFG	Bar. Rev. Conv.	9% CS/Lonza/Swatch	02.05.19	09.05.18	1000 Fr.	
40458544	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	4% Nestlé/Novartis/Roche	27.04.22	09.05.18	1000 Fr.	
41051723	UBS	Kick-In GOAL	5.5% Givaudan/Sika/Geberit	04.11.19	09.05.18	1000 Fr.	
41051719	UBS	Kick-In GOAL	5% Roche/Novartis/Nestlé	02.11.19	09.05.18	1000 Fr.	
41051919	UBS	Kick-In GOAL	5% Roche/Nestlé/Novartis	04.11.19	09.05.18	1000 Fr.	
25933050	EFG	Bar. Rev. Conv.	4.2% Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	02.05.22	11.05.18	1000 Fr.	
38233592	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	9% Duffry/GAM/LafargeHolcim	04.11.19	11.05.18	1000 Fr.	Seite 13
41253110	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3.1% Aktien Basket Schweiz	04.05.21	11.05.18	1000 Fr.	
41253114	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3% Aktien Basket Schweiz	04.11.20	11.05.18	1000 Fr.	
41253113	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3.1% Nestlé/Novartis/Roche	04.11.20	11.05.18	1000 Fr.	
38047407	ZKB	Bar. Rev. Conv.	4.6% SMI/Euro Stoxx 50/S&P 500	04.11.19	11.05.18	1000 Fr.	
30039639	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	13% AK Steel/Glencore/Rio Tinto	05.08.19	14.05.18	1000 Fr.	
30039638	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	14% AMS/Infineon/ST Microelectronics	05.08.19	14.05.18	1000 Fr.	Seite 7
30039637	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	17% Facebook/Netflix/Tesla	05.08.19	14.05.18	1000 Fr.	
41253097	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	6.6% Aktien Basket Schweiz	07.05.20	14.05.18	1000 Fr.	
41253096	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	7.6% Adecco/Logitech/Vifor	07.05.20	14.05.18	1000 Fr.	
41253111	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3% Aktien Basket Schweiz	07.05.20	14.05.18	1000 Fr.	
41253094	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.5% Carrefour/Kellogg/Mondelez/Nestlé	07.05.20	14.05.18	1000 Fr.	Seite 11
41253098	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	6.4% GAM/Julius Baer/UBS	07.11.19	14.05.18	1000 Fr.	
41253107	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3.5% Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	08.11.21	15.05.18	1000 Fr.	
41279900	UBS	Kick-In GOAL	6.5% ABB/Geberit/Lonza	11.11.19	17.05.18	1000 Fr.	
41279303	UBS	Kick-In GOAL	10% Adecco/Sunrise/AMS	11.05.20	17.05.18	1000 Fr.	
41279901	UBS	Kick-In GOAL	10% AMS/Logitech/Sunrise	10.05.19	17.05.18	1000 Fr.	
41279379	UBS	Kick-In GOAL	5% S&P 500/Euro Stoxx 50/MSCI	14.05.19	22.05.18	1000 Fr.	
41279936	UBS	Kick-In GOAL	4% SMI/S&P 500/Euro Stoxx 50	18.11.19	23.05.18	1000 Fr.	

Die publizierten Neuemissionen wurden der «Finanz und Wirtschaft» direkt vom Emittenten mitgeteilt. Alle Angaben ohne Gewähr. ¹ Indikativ

Sinn und Unsinn von Währungsgesicherten ETF

Durch die Währungsabsicherung sinkt das Gesamtrisiko. Die Rendite aber kann darunter leiden.

PETER ROHNER

Der Franken ist eine äusserst harte Währung. Daran ändert auch die jüngste Erholung des Euro-Franken-Kurses auf 1.20 Fr./€ nichts. Seit der Einführung des Euros als Buchgeld 1999 hat sich der Franken gegenüber der Gemeinschaftswährung mehr als 30% aufgewertet. Auch gegenüber dem Dollar ist der Franken heute deutlich mehr Wert als vor vierzig Jahren, als der Greenback noch zu über 2 Franken gehandelt wurde.

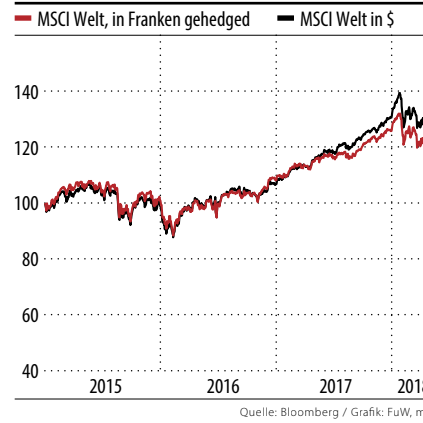
Das Phänomen des starken Frankens ist für hiesige Anleger von grosser Bedeutung. Denn es schmälert den Ertrag auf ausländische Investments. Wer vor zehn Jahren einen breiten Index von US-Aktien gekauft hat, erzielte ohne Dividenden eine jährliche Rendite von rund 6%. In Dollar aber betrug der Gewinn 6,7%. Daraus ergibt sich wegen der Frankenaufwertung über zehn Jahre ein Renditeunterschied von 10 Prozentpunkten. Bei Anleihen, wo der Ertrag in der Regel kleiner ist, können Währungsschwankungen schnell die gesamte Performance vernichten.

Deshalb empfiehlt es sich, Währungsrisiken zu einem gewissen Grad abzusichern. Dazu müssen Privatanleger nicht selbst am Devisenterminmarkt aktiv werden, sondern sie können bequem in Produkte investieren, die die Wechselkursschwankungen ausmerzen: zum Beispiel in strukturierte Produkte mit Quanto-Absicherung oder in Franken abgesicherte Fonds und ETF, zu erkennen an der Bezeichnung «hedged to CHF» oder «CHF-hedged». Unterdessen sind an der Schweizer Börse Six bereits über fünfzig solcher CHF-hedged ETF kotiert.

Zinsdifferenz als Kostenblock

Die ETF-Anbieter neutralisieren das Währungsrisiko über einmonatige Termingeschäfte. Diese werden jeweils am Monatsende erneuert. «Das ist der Branchen-Standard», erklärt Raimund Müller, Vertriebschef Passivanlagen und ETF Schweiz & Liechtenstein bei UBS Asset Management. Ausnahme bei den UBS-Produkten sei der Gold-ETF, da werde bewusst auf täglicher Basis abgesichert. Einerseits wolle man das Währungsrisiko minimieren, und im Gegensatz zu anderen Anlageklassen sei es bei Gold auch einfacher umzusetzen. Die durch das Terminge-

Dollarrisiko absichern geht derzeit ins Geld



Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, mg

Woher das Risiko kommt

Assetklasse	Volatilität in lokaler Währung, in %	Währungsrisiko gegenüber Franken, in %
Schwellenländeraktien	24,1	4,6
Aktien Japan	20,2	4,4
Aktien USA	14,7	5,8
Euroland-Aktien	18,5	1,8
Schweizer Aktien	17,7	
Dollar-Obligationen	4,2	7,1
Euro-Obligationen	3,6	2,0
Franken-Obligationen	2,9	

Quelle: Hinder Asset Management / Grafik: FuW, mg

schaft anfallenden Gewinne und Verluste könnten auch in kleineren Beträgen täglich am Goldmarkt investiert bzw. verkauft werden, sagt Müller.

Für das Währungs-Hedging verlangen die Anbieter eine kleine Gebühr. Die Gesamtkostenquote TER ist deshalb bei Fonds mit Absicherung in der Regel etwa 10 Basispunkte höher als bei ETF ohne Absicherung. Zusätzlich fallen beim Absichern am Terminmarkt noch Transaktionskosten an. Sie betragen in normalen Zeiten aber weniger als 5 Basispunkte. Richtig teuer wird die Absicherung erst, wenn das Zinsniveau der Heimwährung deutlich unter dem der Investitionswährung liegt. Denn die Zinsdifferenz bestimmt die Preise am Devisenterminmarkt. Dieser Umstand wird auch als gedeckte Zinsparität bezeichnet.

Während die Gebühren und Transaktionskosten im Vorhinein bekannt sind, sind die gesamten Währungsabsicherungskosten erst retrospektiv zu beziffern. «Denn die Zinsdifferenz zwischen zwei Währungsräumen kann sich im Verlauf eines Jahres verändern», erklärt Müller.

Seit die US-Notenbank Fed begonnen hat, die Leitzinsen zu erhöhen, sind die Hedge-Kosten für Franken- und Euroanleger empfindlich gestiegen. Das zerrte an der Performance (vgl. Grafik links). Derzeit beträgt die Differenz der einjährigen Zinsen zwischen der USA und der Schweiz über 3%. Um mindestens so viel müsste sich der Franken zum Dollar aufwerten, damit sich die Absicherung lohnt. «Das klingt nach viel», findet auch Müller. Doch man dürfe die Sache nicht allein aus der Ertragsperspektive betrachten. Denn mit der Währungsabsicherung werde die

Volatilität im Portfolio erheblich reduziert, das sei der grosse Vorteil. Das sieht auch Andreas Homberger so, Research-Chef von Hinder Asset Management. «Wer ruhig schlafen will, sollte sich eher für die währungsgesicherte Variante entscheiden», sagt Homberger. Doch aus reiner Ertragsperspektive lohne sich das Absichern aller Wechselkursrisiken nicht.

Anleihen im Fokus

Das gelte selbst für Frankenanleger, die in den vergangenen Jahren oft unter dem starken Franken gelitten haben. «Die historische Frankenstärke heisst noch lange nicht, dass die Schweizer Währung auch in den nächsten dreissig Jahren so stark sein wird.» Zudem komme es rein ökonomisch auf das Gleiche heraus. «Wenn man annimmt, dass sich die Wechselkurse langfristig nach der Kaufkraftparität richten und höhere Inflation zu höheren Zinsen führt, dann halten sich Abwertungsverlust und Hedging-Kosten die Waage.»

Als Faustregel gilt, bei Anleihen das Währungsrisiko abzusichern und bei Aktien nicht. Dem stimmt Homberger zu und erklärt: «Bei Anleihen ist der Risikobeitrag der Währung viel höher als bei Aktien.» Bei US-Anleihen etwa stammt mehr als die Hälfte der Schwankung von der Währung, bei Aktien dagegen dominiert das Aktienkursrisiko (vgl. Grafik rechts). Ausserdem weiss man laut Homberger bei Aktien nicht, was genau man mit dem Hedge absichert. Gewisse Währungsrisiken eliminierten die Unternehmen durch Termingeschäfte bereits selbst. Zudem komme es darauf an, in welcher Währung Umsatz und Kosten anfallen.

Eurex-Optionen auf die zehn wichtigsten Schweizer Basiswerte

ABB N			Lafargeholc. N 54.9			Novartis N 76.22			Roche GS 219.25			Swiss Re N 94.72			Zurich FSN 316.2		
Calls o.K.	Strike	Puts o.K.	Calls o.K.	Strike	Puts o.K.	Calls o.K.	Strike	Puts o.K.	Calls o.K.	Strike	Puts o.K.	Calls o.K.	Strike	Puts o.K.	Calls o.K.	Strike	Puts o.K.
0	MAY8 21.5	0	916	JUN8 17.61	2178	16934	MAY8 76	3807	0	JUL8 70	108	382	SEP8 235	176	0	JUL8 16	346
760	MAY8 22	2197	0	JUL8 15.5	751	367	MAY8 77	150	0	JUL8 72	131	0	JUL8 17	10	1683	MAY8 8950	83
3012	MAY8 23	7573	0	JUL8 16	122	7854	MAY8 78	5119	0	JUL8 74	506	0	JUL8 17.5	0	1172	MAY8 9000	443
372	MAY8 23.5	1162	25	JUL8 16.5	250	70	MAY8 79	0	115	JUL8 76	147	0	JUL8 18	2	1340	JUN8 8700	2043
2310	MAY8 24	1924	634	JUL8 17	0	3055	MAY8 80	5044	299	JUL8 78	15	0	JUL8 18.5	0	2186	JUN8 8750	2094
25	MAY8 24.5	0	621	JUL8 17.5	0	0	MAY8 81	0	112	JUL8 80	0	0	JUL8 19	0	5844	JUN8 8800	5716
464	MAY8 25	1143	100	JUL8 18	2	0	JUN8 72	19794	1	JUL8 82	0	160	SEP8 15	28838	5716	JUN8 8850	4732
287	JUN8 21.5	2157	0	JUL8 18.5	0	429	JUN8 74	14521	0	JUL8 84	51	5	SEP8 16	157			