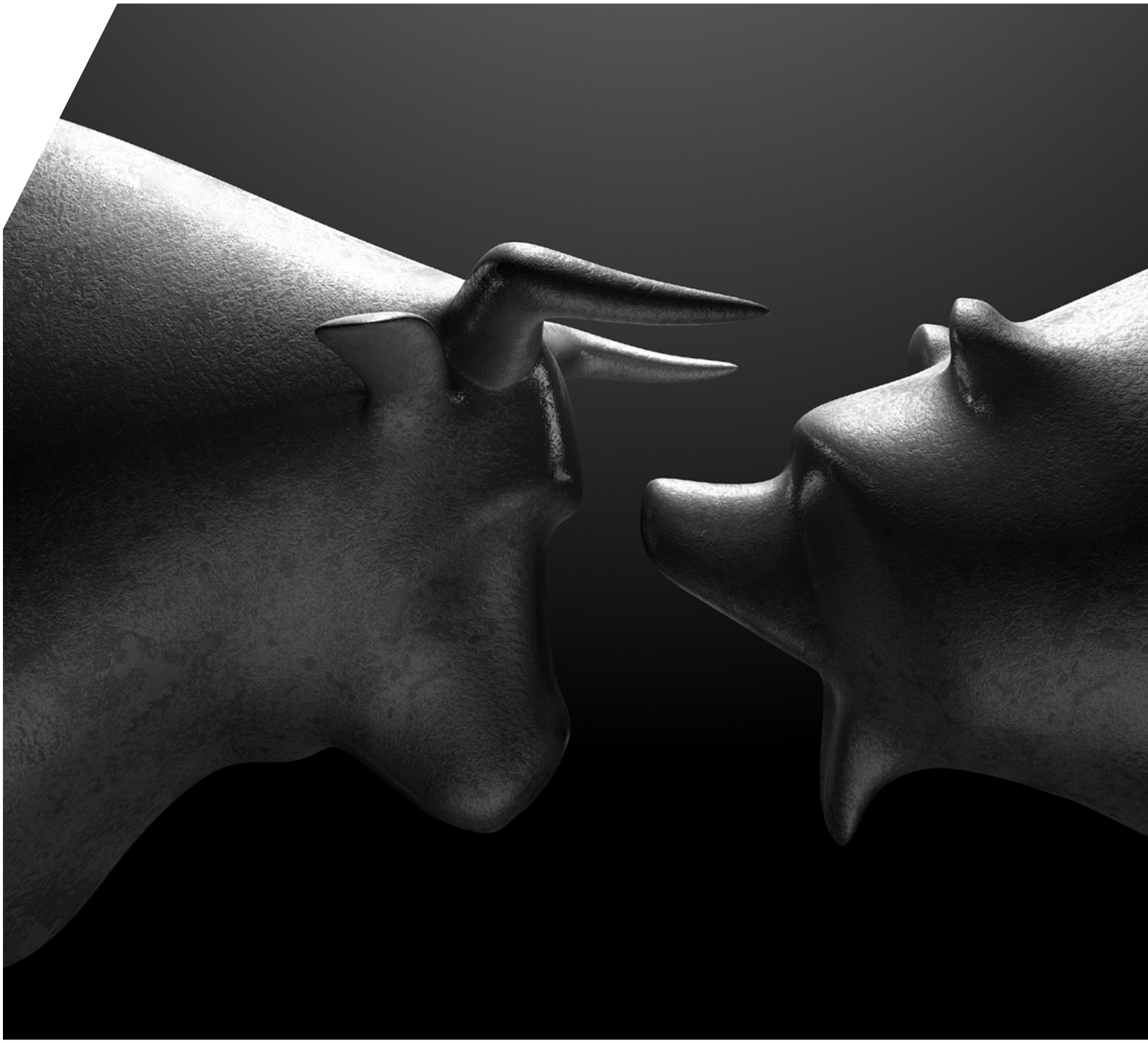
all about investment products

payoff

#07 |

Juli 2022
19. Jahrgang
CHF 12.50
www.payoff.ch



HALBZEIT 2022: DIE BÄREN SIND LOS!

INTERVIEW | Seite 10
Nicolas Peter, Aquila AG

LEARNING CURVE | Seite 15
Short-Investments – Gewinnen, wenn die Kurse fallen

Neu ab sofort bestellbar

Die dritte Auflage der «Welt der Strukturierten Produkte»

Bestellen Sie noch heute das Standardwerk auf

www.payoff.ch

dp derivativepartners powered by avaloq

Swiss Structured Products Association SSPA

Schwacher Start, starkes Ende?

Serge Nussbaumer
Chefredaktor payoff

Die Auszüge für das erste halbe Jahr wurden verschickt. Nicht bei allen ein Grund zur Freude. Balanced Portfolios mit Year-to-date minus 13%, 14%, 15%. Auch Long/Short Funds oder Low Volatiliät Portfolios haben teils massiv gelitten. Ich bin nun gespannt, wie sich die verschiedenen Häuser für das zweite Halbjahr einstellen. Hören Sie sich dazu auch Episode 7 von «unserem» Podcast Znüni.
In unserem Fokus-Artikel richten wir uns voll und ganz der Frage, ob der Bulle den Bären im zweiten Semester besiegen kann und welche Möglichkeiten der Anleger hat. Passend dazu das Interview mit Nicolas Peter von der Aquila.

Ein sehr aktuelles Thema greift die Banque Cantonale Vaudoise auf. Welche Branchen haben die Möglichkeit höhere Preise durchzusetzen? Dazu bieten sie auch gleich noch die Umsetzung für den Anleger an.

Wie sich die Stablecoins weiterentwickeln, wo die Stolperfallen liegen und auf was die Investoren achten müssen, hat Pascal Hügli für Sie zusammengefasst.

Es erwartet Sie ein kompaktes Magazin mit heissen Themen.

P.S. Bleiben Sie erstklassig informiert:
@payoff_ch «sendet» täglich auf Twitter.

IMPRESSUM

HERAUSGEBERIN
Avaloq Evolution AG
Allmendstrasse 140. 8027 Zürich
Telefon 058 316 35 11
www.derivativepartners.com

CHEFREDAKTION
Serge Nussbaumer
serge.nussbaumer@avaloq.com

REDAKTIONSLEITUNG
Dieter Haas
dieter.haas@avaloq.com

AUTORENTEAM
Dieter Haas. Jürgen Kob. Martin Raab
redaktion@payoff.ch

ANZEIGEN
Sibylle Walther
sibylle.walther@avaloq.com

DESIGN UND LAYOUT
Claudia Rohr
claudia.rohr@derivativepartners.com

ABOS UND ADRESSÄNDERUNGEN
info@payoff.ch

ERSCHEINUNGSWEISE/ABO
payoff erscheint 12-mal jährlich
Online-Abo (per E-Mail): kostenlos

AUFLAGE
Wird als E-Mail an über
18'000 Anleger verschickt

BILDRECHTE
www.derivativepartners.com

RISIKOHINWEIS/ DISCLAIMER

Für die Richtigkeit der über payoff verbreiteten Informationen und Ansichten. einschliesslich Informationen und Ansichten von Dritten. wird keine Gewähr geleistet. weder ausdrücklich noch implizit. Ihre Tochtergesellschaften unternehmen alle zumutbaren Schritte. um die Zuverlässigkeit der präsentierten Informationen zu gewährleisten. doch machen sie keinerlei Zusagen über die Korrektheit. Zuverlässigkeit oder Vollständigkeit der enthaltenen Informationen und Ansichten. Leser. die aufgrund der in diesem Magazin veröffentlichten Inhalte Anlageentscheide fällen. handeln auf eigene Gefahr. Die hier veröffentlichten Informationen begründen keinerlei Haftungsansprüche. Eine Haftung für eventuelle Vermögensschäden. die aufgrund von Hinweisen. Vorschlägen oder Empfehlungen des payoff aufgetreten sind. wird kategorisch ausgeschlossen.

FOCUS
5 Halbzeit 2022: Die Bären sind los!

INTERVIEW
10 «Der Zinsschritt der SNB kam definitiv früher als erwartet.»

PRODUCT NEWS
12 In Gold we trust
13 Goldene Zeiten?
14 Optimisten setzen auf Rohstoffe

LEARNING CURVE
15 Short-Investments – Gewinnen, wenn die Kurse fallen

TRADING DESK
19 Payoff Market Making Index
22 TOP-10 Basiswerte und 10 Most-Traded Products

ADVERTORIAL
20 Dank Preismacht der Inflation trotzen

BLOCKCHAIN REPORT
23 Stablecoins: Die Killer-Applikation der Blockchain?

SHORT CUTS
26 Zitat des Monats
26 Grafik des Monats
27 Aufgefallen
27 Hot News

FOCUS

Halbzeit 2022: Die Bären sind los!

Ukrainekrieg, Inflation und steigende Zinsen haben die Börsen im ersten Semester jäh ausgebremst. Auch für die weiteren Aussichten spielen diese drei Faktoren eine zentrale Rolle. Wenngleich Teuerung sowie Geo- und Geldpolitik es den Bullen gerade schwer machen: Es gibt durchaus Argumente für eine Aufholjagd von SMI & Co. I Serge Nussbaumer

Im März 1979 lief im US-Sender CBS der erste Teil von «Die Bären sind los». Über 26 Episoden begleitet diese Serie eine Baseballmannschaft. Bei vielen über 40-Jährigen dürften ein paar Takte der Titelmelodie «Los Toreadores» aus der Oper «Carmen» reichen, um die Erinnerungen an dieses Kinder- und Jugendformat zu wecken. Investoren aus derselben Altersgruppe werden den Titel der Serie auch aus der Börsenberichterstattung kennen. Dagegen sehen sich viele jüngere Anleger gerade zum ersten Mal mit der Schlagzeile «Die Bären sind los» konfrontiert. Am 22. Juni war es beim SMI so weit: Der Schweizer Leitindex notierte mehr als ein Fünftel unter dem Allzeithoch. Damit befanden sich die heimischen Large Caps per Definition im Bärenmarkt. An der Wall Street hatte der S&P 500 Index diesen Kipppunkt schon neun Tage zuvor erreicht.

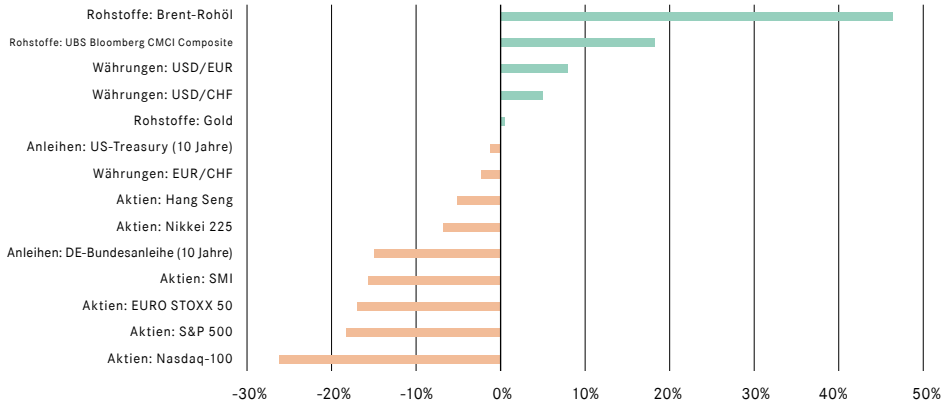
> «Die Bären haben das Zepter am Ende eines Semesters übernommen.»

Zuviel des Schlechten

Die Bären haben das Zepter am Ende eines Semesters übernommen, zu dessen Beginn die Bullen nur so vor Kraft strotzten. Am 3. Januar startete der SMI mit einem Allzeithoch in das Jahr, an der Wall Street ertönte die Rekordglocke tags darauf. Zu diesem Zeitpunkt rechneten Strategen und Analysten mehrheitlich mit einem soliden Wirtschaftswachstum und weiter steigenden Unternehmensgewinnen. Gleichzeitig gingen sie davon aus, dass die Inflation nachlässt. Insofern war allenfalls eine moderate Straffung der Geldpolitik durch die grossen Notenbanken zu erwarten. Diese Szenarien gingen häufig mit der Hoffnung auf eine friedliche Lösung des Ukrainekonfliktes einher.

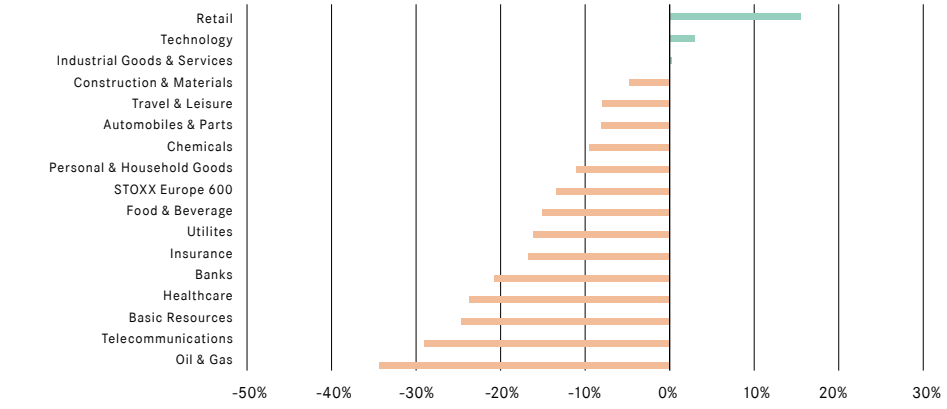
Die vergangenen sechs Monate haben die meisten Akteure eines Besseren belehrt. Seit dem 24. Februar sorgt der Krieg in der Ukraine für unermessliches Leid und stellt die Geopolitik vor eine Zerreissprobe. Gleichzeitig verschärft die russische Invasion im Nachbarland die Probleme in den Lieferket-

GRAFIK 1: KURSENTWICKLUNG AUSGEWÄHLTER ASSETS (1. SEMESTER 2022, IN %)



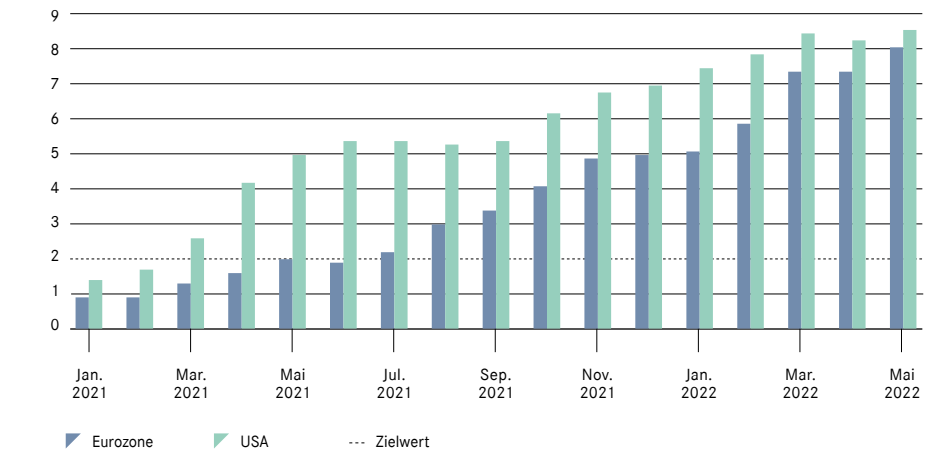
Stand: 27.06.22; Quelle: Infront

GRAFIK 2: WERTENTWICKLUNG EUROPÄISCHE AKTIENSEKTOREN (1. SEMESTER 2022, IN %)



Stand: 27.06.22; Quelle: Infront

GRAFIK 3: KONSUMENTENPREISE USA UND EUROZONE (VERÄNDERUNG GGB. VORJAHRESMONAT, IN %)



Stand: Juni 2022; Quelle: Statista

ten. Hinzu kamen neuerliche Corona-Lockdowns in China, die den globalen Warenverkehr noch stärker ausbremsten. Krieg und allgemeine Knappheit forcierten die Verteuerung vieler Rohstoffe, allen voran Öl und Gas. Sie ist ein wesentlicher Grund dafür, dass die Inflation in den vergangenen Monaten noch einmal kräftig angezogen hat.

> «An der Spitze des Performance-Rankings stehen die Rohstoffe, allen voran Öl.»

Zeitenwende im Fixed Income-Segment

Aus der skizzierten Gemengelage resultiert eine von tiefroten Vorzeichen geprägte Börsen-Halbzeitbilanz (siehe Grafik 1). Besonders stark erwischte die Korrektur die über Jahre hinweg haussierende Wall Street. Kurz vor dem Semester-Ultimo drohte dem US-Leitindex S&P 500 das schwächste erste Halbjahr seit den 1930-Jahren, der Zeit der Grossen Depression. An der Spitze des Performance-Rankings stehen die Rohstoffe, allen voran Öl. Der breit diversifizierte UBS Bloomberg CMCI Index legte um annähernd ein Fünftel zu. Eine markante Aufwertung erlebte der US-Dollar. Einerseits war der Greenback als «Safe Haven»-Asset gefragt, gleichzeitig profitierte er von der Zinswende in den Staaten. Mittlerweile wirft der 10-jährige US-Treasury 3.15% ab. Seit dem Jahreswechsel hat sich der Ertrag aus dieser Benchmark-Obligation damit mehr als verdoppelt.

Eigentlich gelten Banken und Versicherungen als Profiteure der Zinswende. Doch dieser Effekt ist bei den Aktien aus den beiden Wirtschaftszweigen nach einem starken Jahresauftakt schnell wieder verpufft. Immerhin: Europas Bank- und Versicherungstitel schnitten 2022 bis dato besser ab als der breite Markt. Im aktuellen Ranking (siehe Grafik 2) sind sie im vorderen Drittel angesiedelt. Öl- und Gasaktien konnten als einziger Sektor prozentual zweistellige Gewinne erzielen.

Gratwanderung für Fed & Co.

«Wir befinden uns in einer neuen Realität», stellt Maurizio Porfiri, CIO von CAT Financial Products, fest. Er hat sich Mitte Juni in unserem Podcast «Znüni» ausführlich zu aktuellen Lage geäussert. Nach Ansicht des erfahrenen Börsenexperten wird die Inflation ein bestimmendes Thema bleiben. Angesichts der enormen Teuerung (siehe Grafik 3) befänden sich die Notenbanken auf einer Gratwanderung. «Für sie gilt es, die Inflation zu drücken und gleichzeitig eine Rezession zu verhindern», meint Porfiri. Seiner Ansicht nach wird der Preisdruck aber nachlassen.

Schon mit kleinen Beträgen in globale Trends investieren.
Ist doch ganz normal.

Mit E-Trading diversifiziert an Trends partizipieren.
postfinance.ch/tracker-zertifikate

PostFinance

Werbung

Als ein Indiz hierfür wertet Porfiri die Tatsache, dass die Inflationsraten für Energie und Lebensmittel in den USA im Mai weniger stark angezogen haben, als noch in den Monaten zuvor.

Gleichwohl dürfte die US-Notenbank die Zügel weiter straffen. «Wir müssen wirklich die Preisstabilität wieder herstellen», sagte Fed-Chef Jerome Powell bei seiner halbjährigen Anhörung vor dem US-Kongress. Anders sei es nicht möglich, eine anhaltende Phase der

> «Gleichwohl dürfte die US-Notenbank die Zügel weiter straffen.»

Vollbeschäftigung zu erreichen. Powell machte keinen Hehl daraus, dass die restriktivere Gangart auch negative Effekte auslösen kann. «Wir haben keine Präzisionswerkzeuge», erklärte er. Doch selbst bei einem moderaten Anstieg der Arbeitslosigkeit von zuletzt rekordtiefen 3.6% würde der Jobmotor in den USA brummen. Der oberste Währungshüter geht jedenfalls davon aus, dass die Konjunktur im zweiten Semester nach einem schwachen Jahresauftakt wieder Fahrt aufnimmt.

Alternatives Zins-Szenario

Maurizio Porfiri traut der weltgrössten Volkswirtschaft ein Wachstum zwischen 2% und 3% zu. Die aktuellen Zinserwartungen erachtet er als zu hoch. Geht es nach dem «Fed-Watch Tool» der CME Group, wird der Leitsatz in den USA bis kommenden Februar noch um rund drei Prozentpunkte nach oben gehen. «Das wären zwölf Schritte à 25 Basispunkte», rechnet Porfiri im Börsentalk vor. Er hält acht bis neun Erhöhungen in diesem Ausmass für das wahrscheinlichere Szenario.

Gleichwohl hält es der Anlageprofi noch für zu früh, um an der Börse Entwarnung zu geben. «Die Volatilität könnte weiter ansteigen», meint Porfiri. Folgerichtig hält er einen «Washout», im Zuge dessen Aktien auf breiter Front abverkauft werden, für möglich. «Bis jetzt gab es keine wirkliche Kapitulation», erklärt der CIO. Nach einer Stabilisierung könnten sich für die Investoren neuen Chancen bieten.

Kennziffer mit drei Buchstaben

Mit dem vorsichtigen Optimismus ist der Anlagechef der Zürcher Finanzboutique nicht alleine. Ins Lager der Bullen gesellt sich auch J.P. Morgan. Laut Marko Kolanovic, Chief Global Markets Strategist & Co-Head of Global Research, ist zwar das Risiko für eine Rezession deutlich gestiegen. Gleichwohl zählt eine schrumpfende Weltwirtschaft nicht zum Basisszenario der US-Bank. «Wir gehen sogar davon aus, dass sich das weltweite Wachstum von 1.3% in der ersten Jahreshälfte auf 3.1% im zweiten Semester beschleunigen wird», schreibt Kolanovic in einem aktuellen Ausblick. Unter der Annahme, dass es nicht zu einer Rezession kommt, erachtet Kolanovic die risikoreichen Anlageklassen als zu günstig. «Beispielsweise werden Small-Cap-Aktien in den USA derzeit mit den niedrigsten Bewertungen aller Zeiten gehandelt», berichtet der Stratege.

> «Auch bei den Schwergewichten der Wall Street hat sich diesbezüglich einiges getan.»

Auch bei den Schwergewichten der Wall Street hat sich diesbezüglich einiges getan. Laut Factset ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) für den S&P 500 seit Silvester 2021 um mehr als ein Viertel auf zuletzt 15.8 geschrumpft. Damit bewegt sich diese Bewertungskennziffer unter ihrem 10-Jahres-Durchschnitt (siehe Grafik 4).

Über die Aussagekraft dieser Feststellung lässt sich trefflich streiten. Schliesslich geht die Wall Street bis dato davon aus, dass die Gewinne der S&P 500-Mitglieder im laufenden Jahr um gut ein Zehntel wachsen. Bereits in der kommenden Quartalssaison wird sich zeigen, wie viel der Konsens taugt. Angenommen, die Unternehmen enttäuschen reihenweise und lösen damit eine Abwärtsrevision bei den Ergebnisschätzungen aus: Dann würde das KGV bei einem unveränderten «K», sprich stabilen Kursen, automatisch nach oben gehen.

Bullen in der Bredouille

Diese Rechnung führt auf direktem Weg in das Lager der Bären. Schliesslich zeigt sie, wie wenig es braucht, um den Optimismus bei Seite zu wischen. Neben enttäuschenden Unternehmensmeldungen könnten schwache Konjunkturdaten und insbesondere eine noch einmal anziehende Inflation den Abwärtstrend an den Börsen verstärken. Sollten die Konsumentenpreise in den USA weiter nach oben gehen, würde der politische Druck auf die Fed zunehmen. Das gilt umso mehr, da im November Zwischenwahlen für den Kongress anstehen. Bei den so genannten Midterms kommt die Arbeit der Biden-Administration, auch und gerade ihr Kampf gegen die Inflation, auf den Prüfstand.

Neben diesem Urnengang wird die Geopolitik die Investoren weiter beschäftigen. Eine Waffenruhe in der Ukraine könnte hier für eine deutliche Entspannung sorgen. Allerdings machte Moskau zum Halbjahr keine Anstalten, die Bombardements einzustellen. Der nicht auszuschliessende Langzeitkonflikt im Osten Europas ist ein Grund, weshalb sich die Märkte zuletzt mit einer Erholung oder wenigstens Stabilisierung ziemlich schwer taten. Laut J.P. Morgan ist das bullische Szenario momentan schlicht nicht mehrheitsfähig. «Der durchschnittliche Investor erwartet ein ökonomisches Desaster», bringt Marko Kolanovic die Stimmung auf den Punkt.

Anlagelösungen: Renaissance eines Klassikers

Da trifft es sich gut, dass Kapitalschutz-Zertifikate ein Comeback geben. Sie bieten die Möglichkeit, am Aktienmarkt positioniert zu bleiben und gleichzeitig ruhig zu schlafen. Möglich macht die Rückkehr dieser Struktur das erhöhte Renditeniveau. Dem Kapitalschutz-Zertifikat liegt eine Nullcouponanleihe zugrunde. Hier erhält der Anleger die Ausschüttung gleich zur Emission in Form eines Abschlags auf den Nennbe-

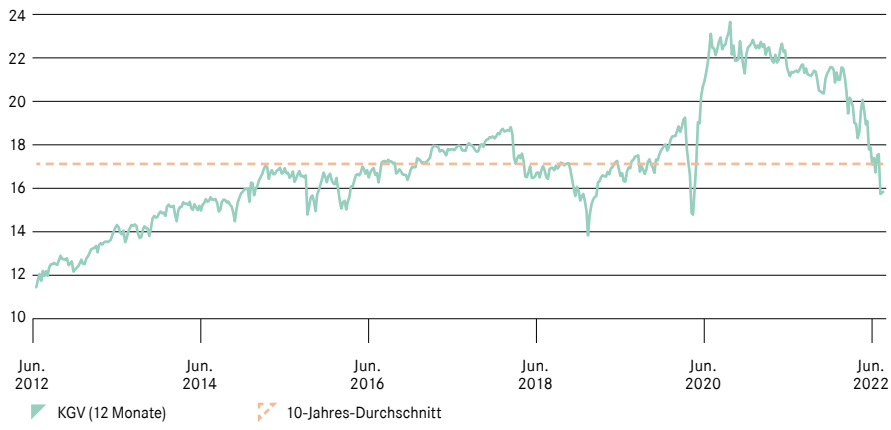
trag. Die Struki-Anbieter nutzen dieses Gap zur Finanzierung einer Optionskomponente, welche wiederum die Partizipation am Basiswert ermöglicht. Prinzipiell gilt: Je höher die Zinsen, desto attraktivere Konditionen sind möglich.

Eine Probe aufs Exempel kommt von der Credit Suisse in Form der Capital Protected Note AIGLCS. Zum Laufzeitende in fünf Jahren garantiert die Emittentin die vollständige Rückzahlung der Denomination in Höhe von CHF 1'000. Gleichzeitig würde das Produkt bis zum Cap von 40% der Anfangsfixierung an steigenden Kursen beim SMI partizipieren. Grob gerechnet wären Anleger also bei Avancen des heimischen Leitindex bis in den Bereich von 15'000 Punkten dabei.

Anleger, die sich ohne Wenn und Aber in das Lager der Bullen gesellen, werden im ETF-Segment fündig. Einen günstigen passiven Zugang zur Wall Street bietet SPXS. Invesco bildet unter diesem Kürzel den S&P 500 Index gegen eine tiefe Gesamtkostenquote von 0.05% p.a. ab. Die Ausschüttungen der US-Large Caps werden bei diesem mehr als CHF 11 Milliarden schweren Fonds thesauriert. Wer die Dividenden separat abgreifen möchte, kann zur ausschüttenden Variante SPXD greifen. J.P. Morgan traut dem S&P 500 übrigens einen «U-Turn» zu. Per Ende Jahr sieht das Wall Street-Haus die Benchmark bei 4'800 Punkten – gut ein Fünftel höher als aktuell.

Gleichzeitig gehen die Analysten davon aus, dass Öl & Co. weiter nach oben tendieren. «Wir glauben nach wie vor an den Rohstoff-Superzyklus», heisst es im Ausblick. J.P. Morgan erachtet sowohl die Naturwaren selbst als auch verwandte Anlagen wie Rohstoffunternehmen und -länder als wertvolle Ertragsquellen. Gleichzeitig stelle diese Anlageklasse eine gute Absicherungsmöglichkeit gegen das Inflationsgespenst und geopolitische Risiken dar. Da wir diese Einschätzung teilen, zählt das Tracker-Zertifikat CCMCIU zu unseren Favoriten. Das Produkt bildet den UBS Bloomberg CMCI Composite CHF Monthly Hedged TR Index ab. ■

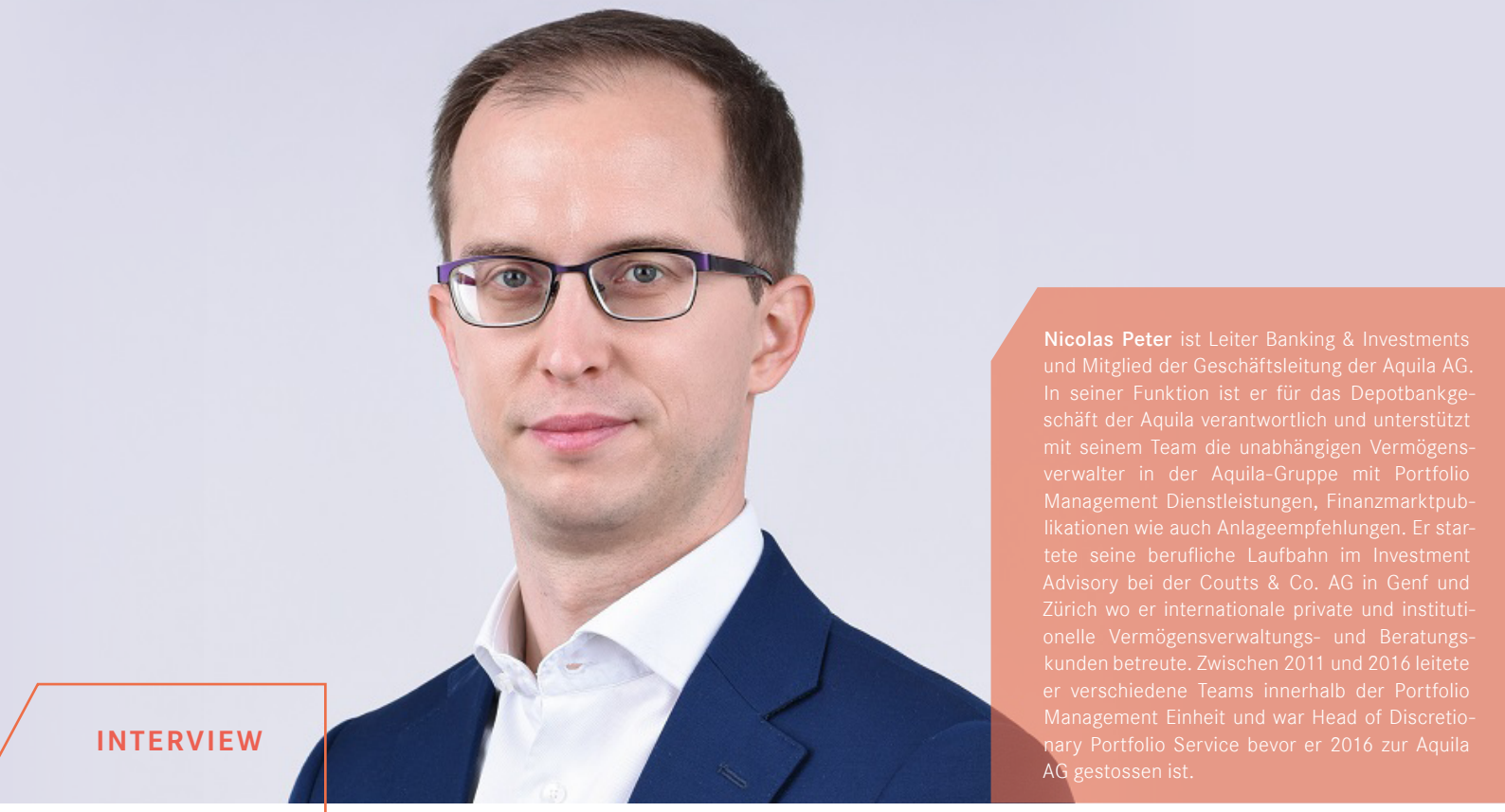
GRAFIK 4: KURS-GEWINN-VERHÄLTNIS S&P 500 INDEX (FORWARD 12 MONATE)



Quelle: Infront

TABELLE 1: PAYOFF ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlegertyp / Risikoklasse	Symbol ISIN	Basiswert	Emittent	Produkttyp	Merkmale	Kurs 05.07.2022
TIEF 1 **2** 3 4 5 6	AIGLCS CH1149493657	SMI	Credit Suisse	Kapitalschutz-produkt mit Partizipation	Laufzeit: 5 Jahre Partizipation: 100% Cap: 140%	93.46 CHF Handelsplatz: SIX Swiss Exchange
ERHÖHT 1 2 3 4 **5** 6	SPXS IE00B3YCGJ38	S&P 500	Invesco	ETF	Laufzeit: Open End Partizipation: 100% Managementgebühr: 0.05% p.a.	88.20 USD Handelsplatz: SIX Swiss Exchange
ERHÖHT 1 2 3 4 **5** 6	CCMCIU CH0328368458	UBS Bloomberg CMCI Composite CHF Monthly Hedged TR Index	UBS	Tracker-Zertifikat	Laufzeit: Open End Währung: CHF Managementgebühr: 0.50% p.a.	100.30 CHF Handelsplatz: SIX Swiss Exchange



INTERVIEW

Nicolas Peter ist Leiter Banking & Investments und Mitglied der Geschäftsleitung der Aquila AG. In seiner Funktion ist er für das Depotbankgeschäft der Aquila verantwortlich und unterstützt mit seinem Team die unabhängigen Vermögensverwalter in der Aquila-Gruppe mit Portfolio Management Dienstleistungen, Finanzmarktpublikationen wie auch Anlageempfehlungen. Er startete seine berufliche Laufbahn im Investment Advisory bei der Coutts & Co. AG in Genf und Zürich wo er internationale private und institutionelle Vermögensverwaltungs- und Beratungskunden betreute. Zwischen 2011 und 2016 leitete er verschiedene Teams innerhalb der Portfolio Management Einheit und war Head of Discretionary Portfolio Service bevor er 2016 zur Aquila AG gestossen ist.

«Der Zinsschritt der SNB kam definitiv früher als erwartet.»

I Serge Nussbaumer

Herr Peter, die Angst vor einem wirtschaftlichen Abschwung nimmt zu. Wie ist Ihr Ausblick für die Weltwirtschaft?

Die neusten Indikatoren deuten auf eine klare Verlangsamung des Wirtschaftswachstums hin. In Deutschland sind es vor allem steigende Energiepreise und eine drohende Gasknappheit, welche den Unternehmen Sorge bereiten. Dies spiegelt sich beispielsweise im Ifo-Geschäftsklimaindex wider, welcher im Vergleich zum Vormonat zurückfiel. Auch die Einkaufmanagerindizes sind in vielen Regionen rückläufig. Mit Werten über 50 Punkten verharren diese aber vorerst in der Wachstumszone. Dies hat uns veranlasst, unsere Wachstumsprognosen anzupassen. Neu rechnen wir mit einem Weltwirtschaftswachstum von 3.2% für das laufende Jahr.

Die SNB hat Mitte Juni überraschend die Leitzinsen um 50 Basispunkte angehoben. Inwieweit hat das Ihren Ausblick verändert?

Der Zinsschritt der SNB kam definitiv früher als erwartet. Da Zinserhöhungen aber bereits in der Zinskurve eingepreist waren, hat sich die Ausgangslage für uns nicht gross geändert. Schon seit einiger Zeit sehen wir wieder selektiv attraktive Anlagemöglichkeiten bei Obligationenanlagen. Der Schritt entlastet aber viele unserer Kunden in Bezug auf ihre Liquiditätsbestände. Die meisten Banken haben ihre Zinssätze auf Bankguthaben entsprechend angepasst oder sehen neu sogar gänzlich von Negativzinsen ab.

Welches Szenarium: Inflation, Stagflation oder Deflation erachten Sie in den kommenden zwei bis drei Jahres als das wahrscheinlichste?

Wir gehen davon aus, dass Inflation auch über die nächsten Jahre ein Thema bleiben wird und rechnen auch mittelfristig mit Inflationsraten über der 2%-Zielmarke der Zentralbanken. Nebst dem Anstieg der Energiepreise sehen wir aber verschiedene andere Faktoren, welche auf eine strukturelle Inflation hinweisen. Aufgrund der angespannten Situation am US-Arbeitsmarkt sind beispielsweise die Löhne im Mai um über 5% gestiegen. Kurzfristig könnte die Inflation also sogar noch etwas steigen. Voraussichtlich ab dem 4. Quartal sollte der Druck jedoch nachlassen, unter anderem aufgrund des Basiseffektes. Was das Wachstum betrifft, halten wir eine technische Rezession, sprich zwei Folgequartale mit negativem Wirtschaftswachstum, für wahrscheinlich. Da die Auftragsbücher vieler Unternehmen gut gefüllt

sind und der Arbeitsmarkt sehr solide ist, erscheint die Gefahr einer klassischen Rezession mit Massenarbeitslosigkeit und ähnlichem eher gering.

Die Entwicklung an den Aktienmärkten ist seit Anfang dieses Jahres negativ. Glauben Sie, dass wir das «Gröbste» hinter uns haben, oder steht uns noch ein weiterer Rutsch nach unten bevor?

Die Mischung von hoher Inflation, steigenden Zinsen und einer möglichen Rezession ist ein giftiger Cocktail für die Aktienmärkte. Dementsprechend deutlich wurden diese gebeutelt. Allerdings sind die prognostizierten Zinspfade mittlerweile weitgehend in die Aktienmärkte eingepreist. Die im Juli beginnende Berichtssaison wird uns weitere Hinweise geben, wie sich die US-Unternehmen in diesem anspruchsvollen Umfeld schlagen

> «Allerdings sind die prognostizierten Zinspfade mittlerweile weitgehend in die Aktienmärkte eingepreist.»

und wie sich insbesondere die Kosten auf die Gewinnmargen auswirken. Ich gehe aktuell davon aus, dass ein wesentlicher Teil der Korrektur bereits hinter uns liegt. Für eine Erhöhung der Aktienallokation ist es aktuell aber noch zu früh.

Die Federal Reserve hat eine aggressive Kampagne zur Straffung der Geldpolitik eingeleitet. Wie weit wird die Fed Ihrer Meinung nach gehen, um die Inflation zu bekämpfen?

Notenbankchef Jerome Powell stellte bei der Pressekonferenz nach dem letzten Zinsentscheid die Bekämpfung der unerwünscht hohen Inflation und das Wiedererlangen der Preisstabilität unmissverständlich in den Vordergrund der Geldpolitik. Deshalb dürfte der Leitzins auch beim nächsten Treffen im Juli um 75 Basispunkte angehoben werden, gefolgt von weiteren, kleineren Schritten. Es ist aber durchaus möglich, dass die Fed schon bald eine Pause einlegen wird, um die Auswirkungen der Zinserhöhung auf die Inflationsentwicklung abzuwarten. Denn Zinserhöhungen greifen bekanntlich erst mit einer gewissen Verzögerung. Sollte sich das Wirtschaftswachstum weiter abschwächen und der Inflationsdruck gemäss unseren Erwartungen nachlassen, könnte es schon Mitte 2023 zu einer Rückkehr zu einer wieder lockereren Geldpolitik kommen.

Der US-Dollar hat erheblich an Wert gewonnen. Welche Auswirkungen hat der starke US-Dollar auf die Weltwirtschaft und die globalen Finanzmärkte?

Der starke US-Dollar wird vor allem für amerikanische Unternehmen zum Problem. Denn rund 40% der Umsätze der S&P 500 Unternehmen werden im Ausland erwirtschaftet. Für Unternehmen in Schwellenländern führt der starke US-Dollar zudem zu höheren Finanzierungskosten, da viele Firmen Schulden in US-Dollar aufgenommen haben. Für Schweizer Anleger sind wir aktuell neutral positioniert und gehen davon aus, dass sich der USD/CHF-Kurs weiterhin in der Bandbreite zwischen 0.90 und 1.00 bewegen wird.

Was können wir Ihrer Meinung nach in der zweiten Jahreshälfte bezüglich der Aktienrenditen erwarten?

Ich gehe davon aus, dass die Volatilität an den Aktienmärkten hoch bleiben wird. Gemäss den neusten Statistiken haben viele «Retail-Investoren» sich aus den Aktienmärkten wieder verabschiedet und die Stimmung ist allgemein sehr negativ. Dies ist normalerweise eine gute Ausgangslage für kurzfristige Erholungs-Rallys. Für einen längerfristigen Aufwärtstrend wäre ein Umschwenken der Zentralbanken und eine Abkehr von der restriktiven Geldpolitik nötig. Dies wird aber noch etwas dauern.

Wie sieht es mit Chancen für Investoren aus? Gibt es bestimmte Bereiche, die Sie im Auge haben?

Da die nächsten Zinserhöhungen weitgehend in die Zinskurven eingepreist sind, sehen wir wieder vermehrt Anlagemöglichkeiten bei Obligationen. Wer jetzt Aktien kaufen möchte, sollte sich vor allem auf Unternehmen mit soliden Bilanzen (wenig Schulden) und Preissetzungsmacht konzentrieren. Zu den Sektoren, welche wir nach wie vor übergewichten gehören beispielsweise Gesundheitsunternehmen und Infrastrukturaktien.

Haben Strukturierte Produkte einen Platz in Ihrer Asset Allocation?

Auf jeden Fall. Gerade das neue Umfeld von höheren Zinsen kombiniert mit tiefen Aktienständen und hoher Volatilität eröffnet viele interessante Anlagemöglichkeiten.

Und wenn ja, wie und wo und welche Strukturen?

Für konservative Anleger gibt es zum ersten Mal seit Jahren wieder die Möglichkeit in Kapitalschutzprodukte mit einer attraktiven Partizipationsrate (z. B. an einem Aktienindex) zu investieren – sogar in Schweizer Franken. Als Ergänzung zu einem diversifizierten Portfolio sind zudem (Barrier) Reverse Convertible Strukturen interessant. Selbst mit einer tiefen Barriere sind je nach Basiswert (wir setzen vor allem auf Indizes) Coupons im Bereich von 8% wieder realistisch. Schon seit längerem im Einsatz haben wir aktive gemanagte Zertifikate (AMC), mit welchen wir insbesondere unsere Themenschwerpunkte umsetzen.

Welches ist Ihre persönliche, favorisierte Anlage für die kommenden sechs bis zwölf Monate?

Wir bevorzugen im aktuellen Umfeld nach wie vor Realwerte. Dazu zählt Gold als Diversifikationsanker im Portfolio aber auch Aktien. Selbst wenn kurzfristig die Volatilität an den Aktienmärkten erhöht bleiben wird, werden sich attraktive Kaufgelegenheiten eröffnen. Der Fokus sollte sich dabei auf Qualitätsaktien richten. Zu den Sektoren, welche diese Merkmale aufweisen und gleichzeitig attraktiv bewertet sind, gehören beispielsweise Aktien von Pharmaunternehmen.

Vielen Dank! ■

MAGB – ETF VON MARKETACCESS AUF NYSE ARCA GOLD BUGS INDEX

In Gold we trust

Die im NYSE Arca Gold BUGS Index enthaltenen Blue Chips eignen sich hervorragend, um die aktuell schwierige Zeit unbeschadet zu überstehen. Der von Market Access verwaltete ETF MAGB bietet eine kostengünstige Partizipation.

Dieter Haas

Historisch gesehen hat Gold in den letzten 50 Jahren den ultimativen Schutz vor Aktienmarktrückgängen geboten. Während der fünf grossen Börsencrashs in diesem Zeitraum ist der Goldpreis gestiegen oder relativ stabil geblieben. Gold hat sich im Gleichschritt mit den (inversen) Realzinsen entwickelt, die Inflationserwartungen beinhalten. Gold befindet sich in einem säkularen Bullenmarkt, seitdem es im Dezember 2015 bei etwa 1050 USD pro Unze seinen Tiefpunkt erreichte. Im Vergleich zu den Bullenmärkten in den 1970er und 2000er Jahren hält sich die Höherbewertung noch in Grenzen, da sich der USD, anders als in den beiden letzten Haussen, bislang erstaunlich fest zeigt. Die aktuelle Stärke des USD hängt aber ausschliesslich an der derzeit unterschiedlichen Geldpolitik der USA im Vergleich zum Rest der Welt. Während die Fed ihre Leitzinsen sukzessive erhöht, halten die meisten übrigen Notenbanken noch mehrheitlich an ihrer expansiven Geldpolitik fest, ungeachtet der steigenden Inflationsrisiken. Diese Diskrepanz dürfte auf Dauer nicht zu halten sein. Sobald ein Ende des gegenwärtigen Leitzinserhöhungszyklus der Fed in Sichtweite gerät, wird der US-Dollar seinen langjährigen Abwärtstrend wieder aufnehmen. Das wäre dann der ultimative Startschuss für steigende Goldpreise. Die Notenbanksitzung Ende Juli könnte bereits diesen Wendepunkt einleiten. Goldminenproduzenten, die auf steigende Goldpreise überdurchschnittlich reagieren, sind derzeit günstig zu haben. Da die Börsen aber jeweils eine kommende Entwicklung antizipieren, wird es allmählich Zeit, Positionen aufzubauen.

Fokussierter Basiswert

Der Basiswert NYSE Arca Gold BUGS Index (HUI) des ETF **MAGB** setzt sich aus Aktien von 24 Goldminenunternehmen zusammen. In den Index werden nur Unternehmen aufgenommen, die sich nicht länger als eineinhalb Jahre gegen Goldpreisschwankungen absichern, das heisst deren Aktienkurse sich in der Regel eng an den Goldpreis anlehnen. Die Unternehmen werden nach dem Aktienkurs und der Anzahl der ausgegebenen Aktien sowie der Handelbarkeit der Aktien überprüft. Der Index wird in USD berechnet. Die drei grössten Einzelpositionen im HUI waren am 24. Juni Newmont Mining mit 16.33%, gefolgt von Barrick Gold mit 15.64% und Franco Nevada mit 10.98%. Alle übrigen Positionen wiesen Gewichte von höchstens 3.44% auf. Eine aktuelle Zusammensetzung des Index finden interessierte Anleger unter *www.theice.com/market-data/indices/equity-indices/funds*. Im Unterschied zu physisch replizierten ETFs bei denen die Titel eines Index direkt gehalten werden, setzt der ETF **MAGB** auf eine synthetische Replikation. Um sein Anlageziel zu erreichen, investiert **MAGB** in ein Wertpapierportfolio und schliesst mit einer führenden Investmentbank (dem Swap-Kontrahenten) eine Vereinbarung (Swap-Vereinbarung) über den Austausch (Swap) der Wertentwicklung des Wertpapierportfolios gegen die Wertentwicklung des Index ab. Einer der Hauptvorteile der synthetischen Replikation ist die Reduzierung des Tracking Errors. Der Tracking Error misst die Schwankung der täglichen Abweichung von der Wertentwicklung des Index und der des ETFs.

Partizipation

★★★

Preis/Leistung: **Sehr gut**

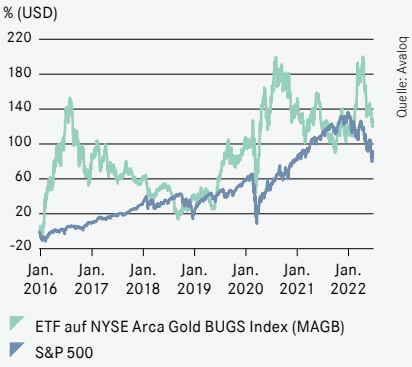
dp rating

1 2 3 4 **5** 6

Chancen/Risiko: **Hoch**

Details: **www.payoff.ch**

Symbol	**MAGB**
ISIN	**LU0259322260**
Produkttyp	ETF
Basiswert	NYSE Arca Gold BUGS Index
Emittent	Market Access
Rating (S&P)	–
Ausstattung	
Basiswährung	USD
Replikation	synthetisch
Erster Handelstag	18.06.2007
TER p.a.	0.65%
Kennzahlen	
Ø Spread	1.00%
Spread Availability	99.24%
Kurs	
Brief (24.06.2022)	USD 95.25
Handelsplatz	SIX Swiss Exchange



payoff-Einschätzung

\+ **Diversifizierte Anlage auf Gold Blue Chips**
– **Synthetische Replikation**

JXAUTQ – TRACKER-ZERTIFIKAT VON LEONTEQ
AUF JUNIOR GOLD MINERS INDEX

Goldene Zeiten?

Im volatilen Börsenumfeld mit hoher Inflation und geopolitischen Spannungen verspüren Valoren von Goldproduzenten Auftrieb. Das Tracker-Zertifikat JXAUTQ setzt auf fokussierte Auswahl kleinerer und mittelgrosser Unternehmen.

Dieter Haas

Eine Anlage in Edelmetalle fasziniert seit jeher. Das gilt umso mehr in unsicheren Zeiten. Möglichkeiten sein Geld in Gold anzulegen gibt es verschiedene. Da wäre beispielsweise der physische Kauf von Goldmünzen. Auch sogenannte Gold-Depots werden von Finanzinstituten angeboten, bei denen man das Metall nicht selbst besitzt, sondern bereits mit Kleinstbeträgen Miteigentümer von physischem Gold werden kann. Daneben ist auch eine Investition in Gold-ETFs ein beliebter Weg, um von steigenden Notierungen zu profitieren. Mit dem Tracker-Zertifikat **JXAUTQ** auf den Leonteq Junior Gold Miners Quality & Momentum NTR Index wird Anlegern eine ganz besondere und einzigartige Chance geboten, sich im Edelmetall-Markt zu positionieren. Der Basiswert setzt sich aus 20 Aktien von kleinen und mittelständischen Goldminen zusammen. Häufig zeigen kleine Unternehmen einen deutlich dynamischeren Kursverlauf. Nicht nur, dass Leonteq beim Junior Gold Miners Quality & Momentum den Fokus auf die zweite und dritte Börsenreihe richtet, auch innerhalb des Index wird auf den zitierten Small-Cap-Effekt Wert gelegt. So werden alle 20 Titel unabhängig von ihrer Grösse gleich gewichtet, sodass der Index vom potenziellen Wachstum kleinerer Unternehmen profitieren kann.

Umfangreiche Auswahlkriterien

Jedes Jahr im Juli wählen Experten die 20 Junior-Gold-Miner-Aktien nach Momentum- und Qualitätskriterien aus. Noch bevor diese beiden Filter angelegt werden, müssen die Aktien eine Art Vorauswahl überstehen. In das Auswahluniversum schaffen es den Indexregeln zufolge nur Titel, die an den Börsen in Toronto, Australien, New York oder Hongkong kotiert sind. Darüber hinaus darf der durchschnittliche Tagesumsatz in den letzten sechs Monaten nicht weniger als 5 USD Millionen betragen haben. Wer diese Prämissen erfüllt, muss sich als Nächstes der Qualitäts- und Momentum-Analyse unterziehen. Dabei werden das Verhältnis von Schulden zu Marktkapitalisierung sowie die Relation von Schulden zum Unternehmenswert genau untersucht. Auch das Bruttogewinnwachstum sowie die normalisierte und die nachlaufende Gewinnspanne, also jene der letzten vier Quartale, fliessen in die Bewertung mit ein. Beim Momentum-Prüfstein durchleuchtet das Gremium die Kursentwicklung von einem, zwei und drei Jahren. Aus dem anschliessend erstellten Ranking aus den beiden Filtern ziehen die ersten 20 Titel in den Index ein. Viele Studien zeigen, dass Qualitätsaktien und Aktien, die in jüngster Zeit ein starkes Kursmomentum aufweisen, mittel- bis langfristig die allgemeine Benchmark übertreffen werden. Das in CHF emittierte Tracker-Zertifikat kommt trotz des aufwendigen Investmentprozesses mit einer jährlichen Managementgebühr von 0.65% p.a. aus. Die aktuelle Zusammensetzung findet der interessierte Anleger auf der Webseite des Emittenten oder der des Indexanbieters Solactive. Bis dato hinkt die Performance der Musik noch hinterher. Damit das Tracker-Zertifikat ins Rollen kommt, müssen die Edelmetalle Gold und Silber die nächste Stufe in der seit 2016 anhaltenden Aufwärtsbewegung zünden. Das kann jederzeit passieren. Anleger sollten daher das Tracker-Zertifikat unbedingt auf ihre Watchliste aufnehmen.

Partizipation

★★★

Preis/Leistung: **Sehr gut**

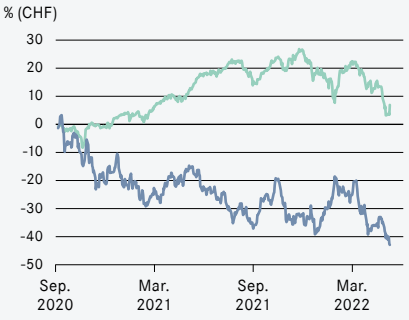
dp rating

1 2 3 4 **5** 6

Chancen/Risiko: **Hoch**

Details: **www.payoff.ch**

Symbol	**JXAUTQ**
Valor	**CH0542381006**
Produkttyp	Tracker-Zertifikat
Basiswert	Leonteq Junior Gold Miners Quality & Momentum NTR Index
Emittent	Leonteq Securities
Rating (Fitch)	BBB-
Ausstattung	
Laufzeit	Open End
Partizipation	100%
Erster Handelstag	11.09.2020
Mgt. Fee p.a.	1.25%
Kennzahlen	
Ø Spread	1.98%
Spread Availability	100%
Kurs	
Brief (24.06.2022)	CHF 11.58
Handelsplatz	SIX Swiss Exchange



Quelle: Avaloq

payoff-Einschätzung

\+ **Hedge gegenüber Aktienmarktrisiken**
– **Wechselkursrisiko**

ETBAS – TRACKER-ZERTIFIKAT DER UBS AUF STOXX EUROPE 600 BASIC RESOURCES NR INDEX

Optimisten setzen auf Rohstoffe

Rohstoffaktien zählten bis vor kurzem zu den wenigen Gewinnern. Günstige Bewertungen, respektable Dividendenrenditen und intakte Perspektiven sprechen für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends.

Dieter Haas

Der Sektor Materialien fristete lange Zeit ein Schattendasein. Das Interesse der Anleger galt vor allem wachstumsstarken Bereichen. Seit dem Tiefpunkt im März 2020 hat jedoch eine Trendwende stattgefunden. Bis Ende 2021 wurde diese von vielen jedoch noch kaum wahrgenommen. Spätestens mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine am 24. Februar hat sich das geändert. Etliche Rohstoffe (Rohöl, Nickel, Lithium, Weizen, …) stiegen seither markant an und bescherten den Produzenten satte Gewinne. Zunehmende Knappheiten haben das Ganze verstärkt. Die hohe elektrische Leitfähigkeit machte Kupfer bisher schon unverzichtbar für Kabel und elektrische Bauteile, aber die Forcierung von erneuerbaren Energien und Elektromobilität verleiht ihm zusätzliches Momentum. Auch einige andere Metalle bekommen starken Rückenwind durch die Energiewende: Nickel in der Batterietechnik, Silber für die Gewinnung von Solarenergie und Aluminium für energiesparenden Leichtbau. Ein diesbezügliches Multitalent ist Zink. Seine zukunftsträchtigen Anwendungen reichen von kostengünstiger Stromspeicherung (Zink-Luft-Batterie), über Photovoltaikzellen bis hin zum Einsatz als Katalysator für Wasserstoff-Brennstoffzellen. Kurzum die Nachfrage dürfte in den kommenden Jahren kontinuierlich ansteigen, während das Angebot mit dieser Entwicklung nicht ganz Schritt halten kann und die bestehenden Lager in vielen Fällen bereits auf ein bedrohlich niedriges Niveau gefallen sind.

Diversifizierte Anlagemöglichkeit

Mit dem ETT **ETBAS** der UBS können Anleger diese Thematik optimal umsetzen. Das Tracker-Zertifikat partizipiert an der Kursentwicklung des DJ STOXX 600 Basic Resources Return Index, einem kapitalgewichteten Total Return Index, der europäische Aktien aus dem Basismaterial-Sektor umfasst. Der Index wurde am 31. Dezember 1991 mit einer Basis von 100 lanciert. Die Berechnung basiert auf Nettodividenden. Er umfasst aktuell 18 Rohstoffunternehmen. Das grösste Gewicht entfiel am 24. Juni auf Rio Tinto mit 28.62%, gefolgt von Glencore mit 15.00% und Anglo American mit 14.16%. Die drei Titel dominieren somit die Benchmark. Alle übrigen weisen Gewichte zwischen 1% und 7% auf. Beim Basiswert handelt es sich um einen klassischen Blue Chip Index des Sektors Materialien. Mit seiner Performance im laufenden Jahr bis zum Stichtag von 2.91% gehört er zu den Outperformern unter den europäischen Sektorindizes. Die heftige Korrektur der letzten Wochen, aufgrund der global gestiegenen Rezessionsängste wegen der vorgenommenen Leitzinserhöhung einiger Notenbanken zur Bekämpfung der Inflation, bietet für langfristig orientierte Investoren günstige Einstiegschancen, die es schrittweise zu ergreifen gilt. Knappheitstendenzen bei etlichen Rohstoffen, eine unverändert günstige Bewertung der meisten Titel, sowie respektable Dividenden sprechen für eine Fortsetzung der Hausse. Die französische Börsenweisheit: «Reculer pour mieux sauter » beschreibt die aktuelle Lage wohl am treffendsten. ■

Partizipation

★★★

Preis/Leistung: **Sehr gut**

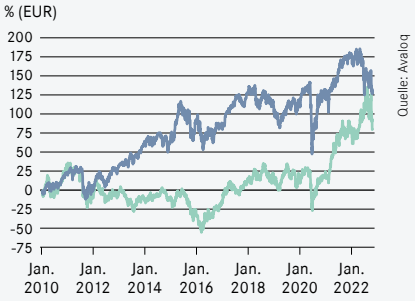
dp rating

1 2 3 4 **5** 6

Chancen/Risiko: **Hoch**

Details: **www.payoff.ch**

Symbol	**ETBAS**
Valor	**CH0108347490**
Produkttyp	Tracker-Zertifikat
Basiswert	STOXX Europe 600 Basic Resources Net Return Index
Emittent	UBS
Rating (S&P)	A+
Ausstattung	
Laufzeit	Open End
Partizipation	100%
Erster Handelstag	22.01.2010
Mgt. Fee p.a.	0.0%
Kennzahlen	
Ø Spread	0.40%
Spread Availability	100%
Kurs	
Brief (24.06.2022)	EUR 1501.00
Handelsplatz	SIX Swiss Exchange



payoff-Einschätzung

\+ **Steigender Trend bei Rohstoffen**
– **Wechselkursrisiko**

LEARNING CURVE

Short-Investments – Gewinnen, wenn die Kurse fallen

Im ersten Semester 2022 mussten Anleger schmerzhaft erfahren, dass es an der Börse nicht nur in eine Richtung geht – die Aktienmärkte gaben deutlich nach. Mit Short-Produkten lässt sich gezielt auf fallende Notierungen setzen oder das Portfolio gegen Abwärtsrisiken absichern. I Dieter Haas

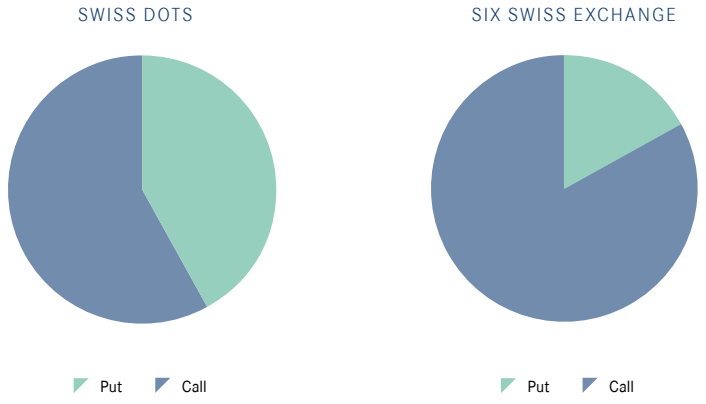
Er ist zwar weniger prominent als Warren Buffett, Jim Rogers oder George Soros. Gleichwohl zählt Ray Dalio zu den Superstars der Investmentszene. 1975 hat er in seinem New Yorker Zwei-Zimmer-Apartment Bridgewater Associats gegründet. In den seither vergangenen knapp fünf Jahrzehnten entstand aus dieser Idee der grösste Hedgefonds der Welt. Bridgewater verwaltet rund USD 150 Mrd. Ray Dalio ist immer noch als Co-Chief Investment Officer aktiv und gehört dem Verwaltungsrat an. Weltweit spitzen Investoren, Strategen und Analysten die Ohren, sobald sich der 72-jährige zu Wort meldet.

Zuletzt war Dalio mit einer Short-Wette in den Börsenschlagzeilen vertreten. Bridgewaters setzt im grossen Stil auf fallende Kurse bei europäischen Large Caps. Innert einer Woche hat der Hedgefonds dabei seinen Einsatz auf USD 10.5 Mrd. nahezu verdoppelt. Annähernd 30 Werte soll das Management leer verkauft haben. Dazu zählen beispielsweise der niederländische Chipausrüster ASML, der Ölmulti TotalEnergies und das Pharmaunternehmen Sanofi aus Frankreich oder der DAX-Technologieriese SAP. Während diese Information aus den Offenlegungspflichten des Fonds resultieren, äussert sich Bridgewaters nicht zu den Motiven der Short-Investments. Es ist allerdings kein Geheimnis, dass Ray Dalio und seine Kollegen ein düsteres Gesamtbild zeichnen. Co-Investmentchef Greg Jensen

> «Dabei nutzen die US-Amerikaner die Möglichkeit des Leer-Verkaufs.»

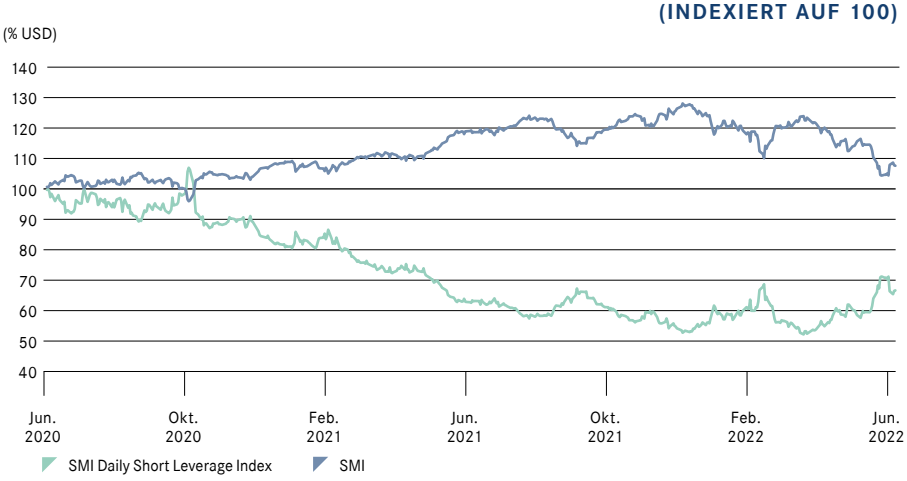
gab kürzlich ein Interview auf Bloomberg TV. Darin bezeichnete er den bisherigen Abverkauf bei Aktien, angesichts der Rallye der vergangenen zehn Jahre, als gering. Seiner Ansicht nach sind sowohl in Europa als auch in den USA noch starke Marktbewegungen möglich.

GRAFIK 1: AUFTEILUNG WARRANTS NACH CALLS UND PUTS (ANTEILE IN %)



Stand: 30.06.2022; Quelle: Swiss DOTS, SIX Swiss Exchange

GRAFIK 2: SMI DAILY SHORT LEVERAGE INDEX VS. SMI INDEX (INDEXIERT AUF 100)



Quelle: Infront

Hochspekulative Strategie

Bridgewaters gesellt sich also in das Lager der Bären und versucht mit Short-Investments, Profit aus weiter fallenden Kursen zu schlagen. Dabei nutzen die US-Amerikaner die Möglichkeit des Leer-Verkaufs. Sie stossen Aktien ab, die nicht in ihrem Portfolio liegen. Auf eben diesen Umstand geht der Begriff «Short», der im englischen für «Knappheit» oder «Mangel» steht, zurück. Um verkaufen zu können, geht der Leerverkäufer eine Leihe ein: Er borgt sich Papiere bei anderen institutionellen Investoren und stellt sie anschliessend auf die Briefseite respektive stösst sie ab. Fällt der Kurs wie erhofft, wird die Aktie günstiger wieder gekauft und an den Verleiher, dieser erhält in jedem Fall eine Gebühr, zurückgegeben. Hierbei handelt es sich um eine hochspekulative Strategie. Schliesslich laufen Verluste auf, sobald die leerverkaufte Aktie nach oben geht. Mitunter kommt es dann zum «Short-Squeeze». Leerverkäufer, die falsch lagen, sorgen dabei mit ihren intensiven Käufen für stark steigende Kurse.

Bullishes Grundsentiment

Auf die Short-Seite können sich Anleger auch stellen, ohne die skizzierte Leihe einzugehen. Eine einfache Alternative bietet der Markt für strukturierte Produkte. Hier werden die Bären vor allem im Segment der Hebelpapiere fündig. Sowohl Warrants als auch Mini-Futures oder Constant Leverage (Faktor)-Zertifikate sind in der Lage, fallende Kurse in Gewinne umzumünzen.

Dominiert wird das Segment vom klassischen Warrant. Als Put gibt er seinem Halter das Recht, einen Basiswert zum Verfalltermin für einen vorab fixierten Preis, den Strike, zu verkaufen. Je weiter sich die zugrunde liegende Position am Laufzeitende unter dieser Marke bewegt, desto höher fällt der Rückzahlungsbetrag aus. Notiert Basiswert dagegen per Verfall auf oder über dem Basispreis, läuft der Warrant wertlos aus.

> «Eine einfache Alternative bietet der Markt für strukturierte Produkte.»

Ein Blick in den Markt zeigt, dass «Long» die vorherrschende Anlageausrichtung ist. Beispielsweise werden auf der OTC-Plattform Swiss DOTS momentan knapp 40'000 Warrants gehandelt. Nur bei gut 40% davon handelt es sich um Puts. An der SIX Swiss Exchange fällt die Vorherrschaft der Calls noch deutlicher aus. Sie stehen für mehr als vier Fünftel der insgesamt knapp 18'000 kotierten Warrants (siehe Grafik 1).

Das eine oder andere Produkt aus diesem Fundus dürfte gerade zu Absicherungszwecken im Einsatz sein. Aufgrund der skizzierten Funktionsweise sind Put-Warrants gut dafür geeignet, das Aktien-Portfolio für Marktkorrekturen zu wappnen. Sofern die Kurse tatsächlich fallen, federn die Gewinne auf der Optionsscheins-Position das Minus ab. Über den Verfalltermin des strukturierten Produkts kann der zeitliche Horizont festgelegt werden. Derweil entscheidet der Strike darüber, ab welchem Niveau die im Fachjargon als «Hedge» bezeichnete Absicherung greift.

Sobald an den Börsen die Hektik zunimmt, steigen die Kosten für eine solche Strategie. Ursächlich hierfür ist die implizite Volatilität als wichtiger Preisparameter des Warrants. Prinzipiell gilt: Je stärker die erwarteten Kurausschläge sind, desto höher liegt der Preis des Optionsscheines – gleiches gilt umgekehrt. Am Schweizer Aktienmarkt waren im ersten Semester zwar tendenziell stärkere Kursausschläge zu beobachten. Mit etwas mehr als 21% bewegt sich die Volatilität im SMI in etwa auf dem

Niveau ihres langjährigen Mittelwertes.

Versicherung «Marke Eigenbau»
Insofern sollte die Kostenfrage Anleger nicht davon abhalten, eine Hedging-Strategie aufzusetzen. Bei einem von Schweizer Large Caps dominierten Portfolio bieten sich Put-Warrants auf den SMI hierfür als Instrument an. Wir haben eine bespielhafte Absicherung für ein CHF 100'000 schweres Depot vorgenommen. Beim Warrant fiel die Wahl auf SKMIDU. Der von der UBS an der SIX gehandelte Put ist am 16. Dezember fällig, der Strike liegt bei 10'000 Indexpunkten. Daraus folgt: Sobald der SMI kurz vor Weihnachten nur noch vierstellig notiert, greift die Versicherung «Marke Eigenbau».

In Tabelle 1 haben wir zwei Szenarien zusammengetragen. Angenommen, der SMI gibt im zweiten Semester tatsächlich weiter nach und notiert zum Stichtag nur noch bei 9'000 Punkten. Dann würde das Plus auf dem Warrant den Abschlag beim Depot zu mehr als einem Drittel kompensieren. Die Differenz zwischen anfänglichem Indexstand und Strike kann also eine Art Eigenanteil betrachtet werden. Mit einem höheren Basispreis beim Put lässt sich das Absicherungsniveau ausdehnen. Das zweite Szenario unterstellt eine Kehrtwende nach oben. Der SMI steht hier Mitte Dezember bei 12'500 Zählern. Da der Warrant dann am Verfalltermin wertlos wäre, schmälert die Absicherung die Gesamtperformance. Auch hier gilt: Jede Versicherung hat ihren Preis.

> «Mit einem höheren Basispreis beim Put lässt sich das Absicherungsniveau ausdehnen.»

Passiv auf der Short-Seite
Weniger zur Depotabsicherung als für eine taktische Positionierung im Bärenmarkt eignen sich Short-ETFs. Diese passiven Fonds bilden einen Markt spiegelverkehrt ab. In der Regel erfolgt die Berechnung auf täglicher Basis. Was dazu führt, dass es über einen längeren Zeitraum zu einer Verwässerung der umgekehrt proportionalen Partizipation kommt. Der Fachjargon spricht hier von der Pfadabhängigkeit. An der SIX sind insgesamt sieben Short-ETFs der Anlageklasse Aktien kotiert. Fünf davon zielen auf den DAX ab und ermöglichen mitunter die gehebelte Short-Wette auf den deutschen Leitindex.

Dieses Prinzip gilt auch beim Lyxor ETF LYSSL. Bereits seit 2010 bildet dieser Fonds den SMI Daily Short Leverage Index ab. Seither dominierten die Bullen die Aktienmärkte, wodurch der ETF sukzessive an Wert verlor. Zuletzt gab er allerdings ein Lebenszeichen ab: Im ersten Halbjahr stand ein Plus von gut einem Viertel zu Buche. Obwohl der Fonds damit das Minus beim SMI mit einem Hebel von rund 1.6 in Gewinne verwandelt hat, fällt sein verwaltetes Vermögen mit CHF 33 Mio. sehr klein aus. Was zeigt, dass solche ETFs eher ein Schattendasein fristen und kaum als «Buy-and-Hold»-Assets taugen. Gleichzeitig spricht die geringe Bedeutung des Segments – selbst im grössten Short-ETF XSDX liegen lediglich CHF 318 Mio. – dafür, dass so mancher Anleger auf bessere Zeiten setzt und die skeptische Haltung von Starinvestor Ray Dalio nicht teilt. ■

> «Der Fachjargon spricht hier von der Pfadabhängigkeit.»

TABELLE 1: DEPOTABSICHERUNG MIT EINEM PUT-WARRANT AUF DEN SMI

Erforderliche Stückzahl Put-Optionsschein:
100'000 CHF/10'812/0.002 = 4'624.49 (gerundet: 4625)

Depotwert/SMI-Stand/Bezugsverhältnis Put

	Ausgangslage	Szenario 1	Veränderung	Szenario 2	Veränderung
Stand SMI	10'812 CHF	9'000 CHF	-17%	12'500 CHF	16%
Wert Depot	100'000 CHF	83'241 CHF	-17%	115'612 CHF	16%
Wert Absicherung	3'191 CHF	9'250 CHF	190%	0	-100%
Summe	103'191 CHF	92'491 CHF	-10%	115'612 CHF	12%

Stand: 30.06.2022; Quelle: UBS, eigene Berechnungen, Beträge und Prozentangaben teils gerundet

PMMI payoff market making index

Die Market-Making-Qualitäten der Emittenten lagen am 24. Juni sowohl bei den Hebel- als auch bei den Anlageprodukten deutlich unter dem Stand von vor vier Wochen.

Serge Nussbaumer

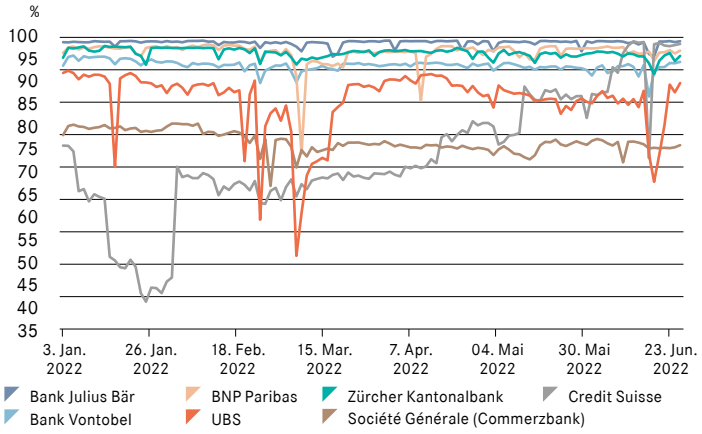
Der PMMI gibt einen groben Überblick über die Market-Making-Qualität der verschiedenen Emittenten im Bereich der Strukturierten Produkte. Die unsichere Lage an den Märkten widerspiegelt sich praktisch eins zu eins im PMMI der einzelnen Produkte.

Bei den Hebelprodukten konnte die Bank Julius Bär die Tabellenführung vor der BNP Paribas verteidigen. Auf den Plätzen folgen die Zürcher Kantonalbank und die Vontobel. Alle vier, plus die CS auf Platz 5, wiesen weiterhin PMMI-Werte oberhalb des Durchschnitts auf.

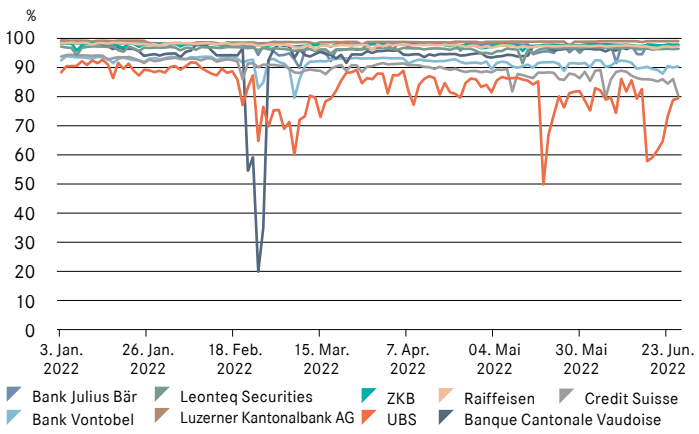
Bei den Anlageprodukten sank der durchschnittliche PMMI-Wert aller Emittenten in den vergangenen vier Wochen nochmals von 92.98 auf 92.14. Weiterhin führt die Luzerner KB die Rangliste an. Die Basler Kantonalbank verteidigte ihren zweiten Platz vor der Cornèr Bankl und der Raiffeisen.

Die volatilen Märkte haben ihre Spuren hinterlassen. Äusserst bemerkens- und dementsprechend auch erwähnenswert ist die Credit Suisse bei den Hebelprodukten. Im Vormonat noch bei knapp 75 Punkten, jetzt neu bei 92.22! Macht weiter so. ■

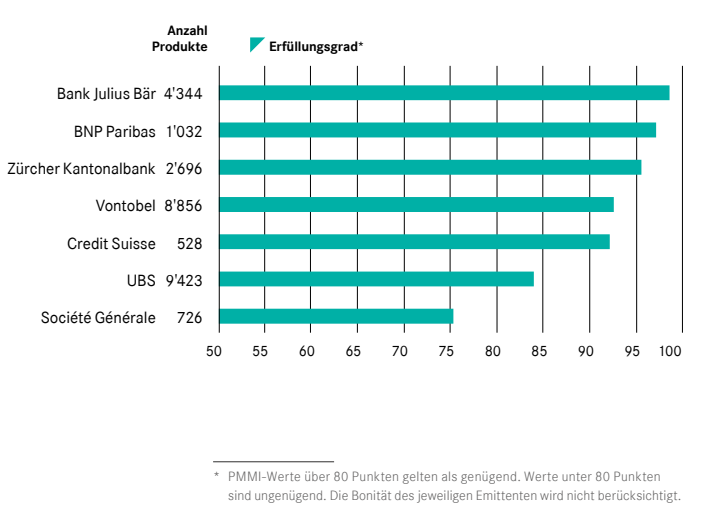
PMMI FÜR HEBELPRODUKTE DER SECHS GRÖSSTEN EMITTENTEN VOM 01.01.2022 BIS 23.06.2022



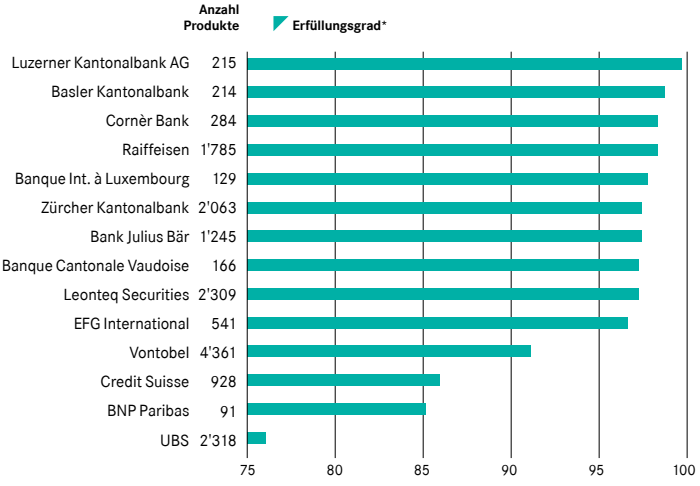
PMMI FÜR ANLAGEPRODUKTE DER NEUN GRÖSSTEN EMITTENTEN VOM 01.01.2022 BIS 23.06.2022



PMMI-DURCHSCHNITTSWERTE DER HEBELPRODUKTE VOM 24.05.2022 BIS 24.06.2022



PMMI-DURCHSCHNITTSWERTE DER ANLAGEPRODUKTE VOM 24.05.2022 BIS 24.06.2022



* PMMI-Werte über 80 Punkten gelten als genügend. Werte unter 80 Punkten sind ungenügend. Die Bonität des jeweiligen Emittenten wird nicht berücksichtigt.

Quelle aller Grafiken: Avaloq

ADVERTORIAL

Dank Preismacht der Inflation trotzen

Vor einem Jahr begann die Inflation in den USA beinahe unbemerkt zu steigen. Die Märkte vertrauten der Interpretation der Fed und gingen von einem nur vorübergehenden Anstieg der Preise aus. Seither hat die US Zentralbank allerdings eine Kehrtwende vollzogen, der sich verschiedene andere Zentralbanken angeschlossen haben. Das kommt nicht von ungefähr. Schliesslich verharrt die Inflation in den westlichen Industrieländern hartnäckig auf hohem Niveau.

Wie in längst vergessenen Zeiten

So kletterte die Inflationsrate in den USA im Mai 2022 auf 8,6% und erreichten damit den höchsten Stand seit der Amtseinführung Ronald Reagans im Jahr 1981. Die Hälfte der Amerikaner hat noch nie eine derart hohe Inflation erlebt. Auch in der Eurozone ist das Gespenst der Inflation Realität geworden: Im März betrug die Teuerung 8,1% – das gab es seit der Einführung der europäischen Einheitswährung noch nie. Selbst die Schweiz bleibt nicht verschont. Zwar bietet der starke Franken einen gewissen Schutz vor der importierten Inflation, dennoch erreichte die Teuerung im Mai mit 2,9% ein seit Beginn dieses Jahrhunderts noch nie gesehenes Ausmass.

Hartnäckige Inflation

Die Inflation dürfte im Sommer ihren Höhepunkt durchlaufen. Dafür spricht einerseits der abnehmende Basiseffekt, andererseits aber auch ein gewisses Abflauen des Wirtschaftswachstums und der Wegfall der mit der Aufhebung der Lockdowns einhergegangenen Nachholeffekte. Ein Ende der hohen Inflation ist jedoch nicht in Sicht. Im Vergleich mit dem letzten Zyklus ist die Teuerung um einiges hartnäckiger. Sie wird von mehreren Faktoren geschürt, wozu neben dem anhaltenden Wachstum und dem soliden Arbeitsmarkt nicht zuletzt der Anstieg der Rohstoffpreise und die Lieferketten-Probleme gehören, welche durch den Krieg in der Ukraine und die Null-Covid-Politik Chinas weiter verschärft werden.

> «Im Vergleich mit dem letzten Zyklus ist die Teuerung um einiges hartnäckiger.»

Erspartes in Gefahr, Einbruch der Anleihenkurse

Der Höhenflug der Inflation ist nicht von ungefähr der Albtraum der Sparenden: Wie die Motten frisst sie den Sparstrumpf auf! Auch für die Anleihen hat sich die Inflation als gefährliches Gift erwiesen. Die in den letzten Jahren emittierten Papiere wurden mit niedrigen Coupons ausgestattet, welche die Obligationäre nicht vor dem Anstieg der Renditen zu schützen vermochten. Das 1. Semester 2022 wird denn auch als eines der schlimmsten Semester in die Annalen der erstklassigen Anleihen eingehen. Das Segment der US Treasuries beispielsweise verzeichnete seine schlechteste Performance seit 42 Jahren. In der Schweiz brachen die Kurse der Eidgenossen Ende Juni um nahezu 14% ein.

Wie steht es um die Aktien?

Das aktuelle Wirtschaftsumfeld ist nach wie vor von Wachstum geprägt. Daher sind Ak-

tien ein gutes Bollwerk gegen die Inflation. Die Unternehmensmargen stehen aufgrund der steigenden Rohstoffpreise sowie auch der anziehenden Löhne und Finanzierungskosten zwar zunehmend unter Druck, aber vielen Firmen gelingt es weiterhin, die Mehrkosten an ihre Kunden weiterzugeben und ihre Gewinne zu erhöhen. Die Ergebnisse der kotierten Unternehmen für das 1. Quartal 2022 stimmen relativ zuversichtlich, was ihre Inflationsresistenz angeht.

Gewisse Valoren sind inflationsresistenter als andere

Eine Schwalbe macht noch keinen Sommer. Schafft es ein Unternehmen, seine Preise zu einem Zeitpunkt «T» zu erhöhen, so ist das noch kein Garant für die Zukunft. Daher ist es wichtig, die effektiv gegen die Teuerung gefeiten Titel von denjenigen zu unterscheiden, die nicht besonders inflationsresistent sind. Angesichts einer voraussichtlich länger anhaltenden hohen Inflation sollten die Anlegerinnen und Anleger besonders selektiv vorgehen und in ihren Portfolios Aktien von Unternehmen mit hoher Preissetzungsmacht den Vorzug geben – jenen Unternehmen also, die bereits in der Vergangenheit bewiesen haben, dass sie ihre Verkaufspreise erhöhen können, ohne auf die Dauer Marktanteile zu verlieren.

Zauberwort «Preissetzungsmacht»

Unternehmen mit hoher Preissetzungsmacht findet man vor allem in Branchen, in denen die Preiselastizität der Nachfrage gering ist.

> «Ein solches Leistungsversprechen kann verschiedene Formen annehmen.»

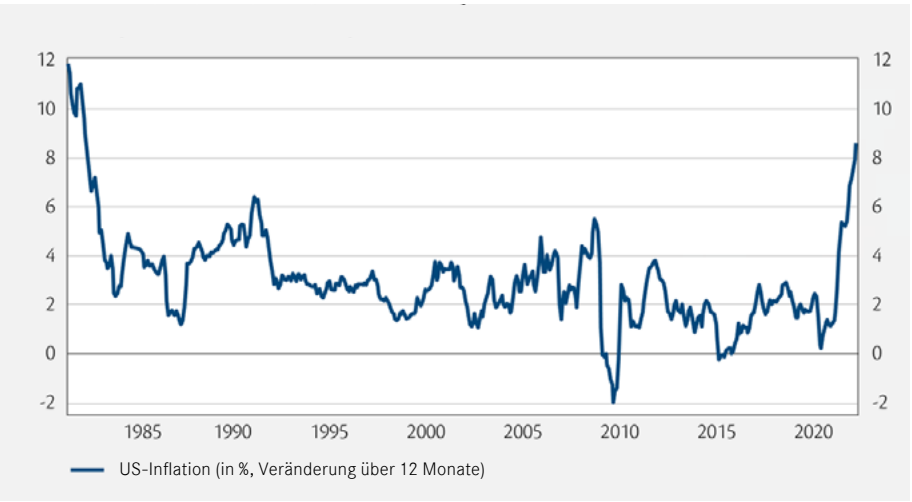
Damit rücken Sektoren wie Energie, Immobilien, Luxusgüter, Verteidigung oder Gesundheit ins Blickfeld der Anlegerinnen und Anleger, die ihr Portfolio um die Komponente «Preissetzungsmacht» bereichern wollen. Noch mehr als die Branche sagt ein allfälliger dauerhafter Wettbewerbsvorteil über die Preismacht eines Unternehmens aus. Nur Wirtschaftsakteure, die ihren Kunden ein besonderes Leistungsversprechen geben, können ihre Verkaufspreise im Gleichschritt mit der Inflation oder noch stärker erhöhen. Ein solches Leistungsversprechen kann verschiedene Formen annehmen: eine weltbekannte begehrenswerte Marke, eine marktbeherrschende Stellung, eine starke Differenzierung von der Konkurrenz oder strategische Patente.

> «Es braucht eine permanente Überwachung der Unternehmensbilanzen.»

Eine professionelle Verwaltung ist ratsam

Wer sein Portfolio um das Anlagethema «Preissetzungsmacht» bereichern will, stützt sich am besten auf ein professionelles Verwaltungsteam, das ein konsequentes Verfahren für die Titelauswahl und das Portfoliomonitoring umsetzen kann. Denn es braucht eine permanente Überwachung der Unternehmensbilanzen, um die für die Umsetzung dieses Anlagethemas am besten geeigneten Valoren zu identifizieren, die lahmen Enten aus dem Anlageuniversum zu entfernen und die Gewichtung der Portfoliotitel anzupassen oder gegebenenfalls ein Rebalancing durchzuführen. ■

GRAFIK 1: PREISÜBERHITZUNG IN DEN USA



Quelle: Refinitiv Datastream

Erwin Naescher, Head Swiss German Market - Structured products sales BCV

Vincenzo Bochicchio, Head of Development & Trading, BCV Structured Products

FACTBOX

Emittent	BCV Lausanne (AA / Aa2 / -)
Emissionspreis	100
Typ	Tracker-Zertifikat
Basiswert	BCV Global Pricing Power
Währung	CHF
Währungsrisiko	Keine Währungsabsicherung
Dividenden	Reinvestiert
Partizipation	100% an der Entwicklung des Baskets
Initial Fixing	02.06.2022
Laufzeit	Open End
ISIN	CH1194946203
Valor	119494620
SIX Kotierung	ja
SIX Symbol	0783BC

TOP-10 Basiswerte und 10 Most-Traded Products

TOP-10 BASISWERTE HEBELPRODUKTE

Basiswert	CHF Umsatz (Summe)	Anzahl Abschlüsse (Summe)
DAX Index	42'361'632	3'251
S&P 500 Index	33'747'477	854
SMI	26'756'756	3'185
Nasdaq 100 Index	25'315'736	1'026
Roche AG	8'818'027	798
Credit Suisse Group AG	7'666'031	1'537
ICE Brent Crude Oil Front Month	5'923'401	223
Dow Jones Industrial Average Index	5'907'621	362
Microsoft Corp.	4'848'416	90
NYMEX Henry Hub Natural Gas Front	4'432'274	152

TOP-10 BASISWERTE ANLAGEPRODUKTE

Basiswert	CHF Umsatz (Summe)	Anzahl Abschlüsse (Summe)
UBS Bloomberg S&P GSCI Constant Maturity Composite	37'031'741	1
EURO STOXX 50 PR Index / S&P 500 Index / SMI Index	20'989'533	406
StrategiQ Global Opportunities Portfolio	16'787'847	291
MSCI Taiwan Daily Net TR Index	16'552'899	1
Bitcoin (XBTUSD)	14'547'475	362
UBS Bloomberg CMCI Composite TR Index	10'681'349	74
CS Swiss Equity Enhanced Call Writing Index	7'682'588	193
Bristol-Myers Squibb Co.	6'813'231	21
Nestlé / Novartis / Roche GS	6'345'366	179
Ethereum	5'095'184	223

MEISTGEHANDELTE HEBELPRODUKTE

Basiswert	Symbol	Produkttyp	Art	Emittent	Verfall	Strike	Kurs Produkt	Währung	CHF Umsatz
S&P 500 Index	IZPRCH	Warrant	BEAR	RAI	24.08.2022	4'000.00	3.00	USD	18'743'082
Nasdaq 100 Index	FNABAV	Constant Leverage Certificate	BEAR	VT			1.10	CHF	5'305'036
4x Long Microsoft Corp	FL4MSV	Constant Leverage Certificate	BEAR	VT			136.60	CHF	3'004'239
Nasdaq 100 Index	MNABWV	Mini-Future	BEAR	VT		13'099.64	2.01	CHF	2'323'095
Nasdaq 100 Index	PNDX9U	Warrant with Knock-Out	BULL	UBS		10'461.81	3.01	CHF	2'259'000
Nasdaq 100 Index	MNACNV	Mini-Future	BEAR	VT		15'905.90	7.07	CHF	2'130'665
4x Long Alphabet, Inc.	FL4GOV	Constant Leverage Certificate	BEAR	VT			23.83	CHF	1'980'311
Zur Rose Group AG	ROSQJB	Warrant	BULL	BAER	16.09.2022	100.00	0.18	CHF	1'772'180
DAX Index	WDAA3V	Warrant	BEAR	VT	23.09.2022	14'200.00	2.69	CHF	1'762'164
Ether Future AUG 2021	MDCAAV	Mini-Future	BEAR	VT		5257.18	42.85	CHF	1'726'980
Nasdaq 100 Index	WNAA3V	Warrant	BEAR	VT	23.12.2022	13000,00	3,40	CHF	1.712.479

MEISTGEHANDELTE ANLAGEPRODUKTE

Basiswert	Symbol	Produkttyp	Emittent	Verfall	Kurs Produkt	Währung	CHF Umsatz
UBS Bloomberg S&P GSCI Constant Maturity Composite TR Index	GCMCI	Tracker Certificate	UBS		868.00	USD	37'031'741
MSCI Taiwan Daily Net TR Index	ETTAI	Tracker Certificate	UBS		621.00	USD	16'552'899
StrategiQ Global Opportunities Portfolio	AAACCU	Tracker Certificate	UBS	12.22.2027		EUR	11'265'682
CS Swiss Equity Enhanced Call Writing Index	CSSWCS	Tracker Certificate	CS		966.76	CHF	7'682'588
UBS Bloomberg CMCI Composite TR Index	TCMCIU	Tracker Certificate	UBS		149.60	USD	6'529'311
UBS Bloomberg CMCI Composite TR Index	TCMCI	Tracker Certificate	UBS		1'482.00	USD	4'152'038
Bloomberg Platinum TR Subindex	BCPLUU	Tracker Certificate	UBS		45.33	USD	4'052'538
Bitcoin (XBTUSD)	ZXBADV	Tracker Certificate	VT		1'949.00	USD	4'009'805
UBS Bloomberg CMCI Industrial Metals TR Index (USD)	TIMCIU	Tracker Certificate	UBS		119.50	USD	3'976'485
Bristol-Myers Squibb Co.	BMYDTZ	Discount Certificate	ZKB	11.21.2022	57.94	USD	3'464'591

Quelle: Avaloq. Alle Daten beziehen sich auf die Börsenumsätze an SIX Swiss Exchange der vergangenen vier Wochen.

BLOCKCHAIN REPORT

Stablecoins: Die Killer-Applikation der Blockchain?

I Pascal Hügli

Bitcoin ist auf den Plan getreten, ein neues digitales Geld zu sein. In der wenig Beachtung findenden Disziplin der Geldtheorie wird heute eifrig darüber debattiert, ob Bitcoin denn auch tatsächlich das Zeugs dazu hat, Geld zu sein. Der wohl häufigste Streit- und Kritikpunkt ist die Preisstabilität, die Bitcoin bis heute abhandenkommt.

So lässt sich nicht leugnen, dass Bitcoin im Vergleich zu etablierten Fiatwährungen wie der US-Dollar, der Euro oder der Schweizer Franken erheblich volatiler ist. Wer das Bitcoin-Protokoll und dessen Eigenschaften studiert, den sollte diese Tatsache jedoch kaum verwundern: Die Kryptowährung ist als disinflationäres Geld konzipiert. Es werden maximal 21 Millionen Bitcoin-Einheiten existieren. Geschaffen werden diese über einen Zeitraum von mehreren Jahrzehnten und dabei ist der Programmiercode so festgelegt, dass die neugeschaffene Menge an Bitcoin-Einheiten stetig abnimmt – daher disinflationär –, bis die Obergrenze von 21 Millionen dereinst erreicht ist.

Es ist diese programmatisch festgelegte Obergrenze für neugeschürfte Einheiten, welche Preisschwankungen bei Bitcoin unvermeidbar macht. Der rigide Schöpfungsalgorithmus hat zur Folge, dass die Kryptowährung auf der Angebotsseite unflexibel ist. Deren Angebot kann sich einer schwankenden Nachfrage nicht schnell genug anpassen.

Der Wunsch nach Stabilität

Diese Volatilität Bitcoins hat in der Kryptowelt den Wunsch nach preisstabilem Geld entstehen lassen. Immerhin erschwert eine instabile Währung das Führen einer Unternehmensbilanz mit Vermögenswerten, Lohnzahlungen und Eigenkapital. Volatile Preise erhöhen nun einmal die Geschäftsrisiken – und halten davon ab, Verträge über längere Zeitperioden abzuschliessen. Um dem Bedürfnis nach Preisstabilität gleichwohl nachzukommen, hat man sich in der Kryptowelt an die Schaffung preisstabiler Kryptowährungen gewagt. Diese werden gemeinhin Stablecoins genannt.

Aus der Vogelperspektive betrachtet geht es bei Stablecoin-Projekten schliesslich darum, die Aufgaben der Zentralbanken nachzuahmen. Technisch gesehen ist ein Stablecoin ein Token, der auf einer Blockchain läuft. Aus Sicht der etablierten Zentralbanken sind

> «Diese Volatilität Bitcoins hat in der Kryptowelt den Wunsch nach preisstabilem Geld entstehen lassen.»

Stablecoins also über Blockchains emittierte Privatgelder.

Und diese müssen trotz ihres Namens nicht immer preisstabil sein. In der Realität zeigen verschiedene Stablecoins denn auch Preisschwankungen und einige haben sich als gänzlich instabil erwiesen. Das prominenteste Beispiel ist in dieser Hinsicht UST, der Stablecoin des Terra-Luna-Ökosystems, der vor ein paar Monaten implodiert ist.

Es stehen daher Vorschläge im Raum, Stablecoin anders zu benennen. So soll vor allem der Begriff der Pegcoins geprägt werden. Damit wird auf das sogenannte Pegging angespielt. Diese Wechselkursanbindung liegt einer jeden Kryptowährung zugrunde, die Preisstabilität zu erzielen versucht.

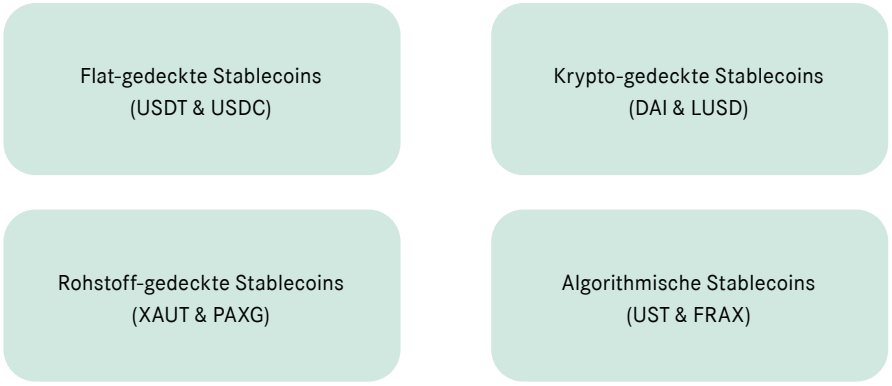
Der US-Dollar als Dominator

In der Tat sind die meisten Stablecoins an einen, ihnen zugrundeliegenden Wert gebunden. Das kann ein Index oder ein Rohstoff sein. In den allermeisten Fällen jedoch ist es eine staatliche Fiatwährung und zwar der US-Dollar. Dieser dominiert den Stablecoin-Markt, macht er doch beinahe 99% der gesamten Stablecoin-Marktkapitalisierung aus.

> «Das macht die Unterlegung solcher Stablecoin erheblich kostspieliger und daher grundsätzlich unökonomisch.»

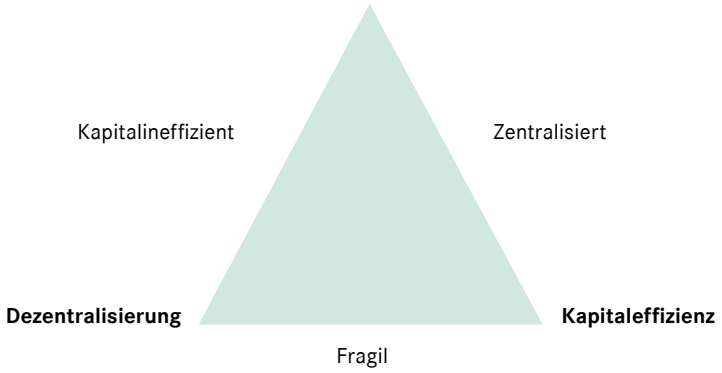
Der offensichtliche Grund dafür ist, dass der US-Dollar die international akzeptierte Leitwährung für den globalen Handel sowie die Hauptreservewährung aller Zentralbanken ist – eine Tatsache, die sich auch auf den Kryptomärkten widerspiegelt. Ein weiterer Grund sind die nach wie vor vorherrschenden Negativzinsen, mit denen Währungen wie der Euro, der Schweizer Franken oder der japanische Yen zu kämpfen haben. Das macht die Unterlegung solcher Stablecoin erheblich kostspieliger und daher grundsätzlich unökonomisch.

GRAFIK 1: DIE VIER VERSCHIEDENEN ARTEN VON STABLECOINS



Quellen: Eigene Darstellung

GRAFIK 2: DAS STABLECOIN-TRILEMMA: NUR ZWEI VON DREI EIGENSCHAFTEN KÖNNEN GLEICHZEITIG ERZIELT WERDEN



Quellen: Eigene Darstellung

Über die verschiedenen Stablecoin-Arten

Diese Unterlegung – auch Besicherung genannt – spielt bei Stablecoin eine entscheidende Rolle. Das Gros aller Stablecoins ist heute mit in Fiat-denominierten Vermögenswerten unterlegt. Die Ausgabe eines solchen Stablecoins begleitet das Versprechen, dass dieser vollumfänglich durch Fiat-Werte gedeckt ist. Die Funktionsweise eines solchen Stablecoins ist dabei denkbar einfach: Auf der Aktivseite der Bilanz führt ein StablecoinEmittent Werte, die den über die Blockchain ausgegebenen Stablecoin decken. Werden Stablecoins geschaffen oder bestehende aus dem Markt abgezogen, müssen

> «Die Aktiven müssen die Passiven übertreffen.»

neue Werte angekauft beziehungsweise gehaltene Werte abverkauft werden, um die Bilanz ausgeglichen zu halten. Finanzrechtlich handelt es sich bei dieser Art von Stablecoins also um finanzielle Verpflichtungen, die von privaten Emittenten über eine öffentliche oder private Blockchain ausgegeben werden können.

Neben einem Fiat-Wert kann ein Stablecoin auch durch Rohstoffe wie zum Beispiel Edelmetalle gedeckt sein. Beide diese Stablecoins setzen sie aber Vertrauen in einen zentralen Emittenten voraus, der als Gegenpartei den Wert des Stablecoins zu garantieren hat. Dass diese Art von Stablecoin somit von der Bilanz des Emittenten abhängt, schwächt den dezentralisierten, vertrauensminimierenden Charakter einer solchen Kryptowährung.

Die vier verschiedenen Arten von Stablecoins

Als Antwort auf dieses Problem der zentral verwahrten Sicherheiten zur Deckung eines Stablecoins wurden in der Kryptowelt sogenannte Kryptogedeckte Stablecoins lanciert. Diese sind durch andere Kryptoassets gedeckt. Die für einen solchen Stablecoin verwendete Besicherung ist vollständig Blockchainbasiert und für die Verwahrung sind keine zentralen Institutionen nötig, da diese durch Smart Contracts wahrgenommen wird. Auch der Emittent ist keine zentrale Partei, sondern letztlich ein Protokoll.

Da Kryptoassets selbst allerdings volatil sind, muss ein Kryptogedeckter Stablecoin überbesichert werden. Damit der Preis eines solchen Stablecoins stabil gehalten werden kann, müssen die Aktiven die Passiven übertreffen. Eine solche Überbesicherung macht diese Stablecoin-Art zwar dezentralisiert und vertrauensminimierend und damit weniger anfällig für Zensur, doch ist die Konzeption aufgrund der inhärenten Kapitalineffizienz kostspielig.

Krypto wäre jedoch nicht Krypto, wenn man dafür nicht auch eine mögliche Alternative ausgeheckt hätte. So ist es diese Kapitalineffizienz, welche zur Schaffung von ungedeckten, algorithmischen Stablecoins geführt hat. Anstelle einer Besicherung soll die Preisstabilität in Anlehnung an die Quantitätstheorie des Geldes dadurch erreicht werden, dass sich die Geldmenge je nach Bedarf selbst reguliert. Mittels Arbitrageffekte soll der Preis eines solchen Stablecoins stabil gehalten werden.

Das Stablecoin-Trilemma

Angesichts dieser Auswahl an Stablecoins, drängt sich folgende Frage auf: Spieglein, Spieglein an der Wand, wer ist denn der beste Stablecoin im Land? Doch dürfte weder das Spieglein noch der Autor dieser Zeilen eine definitive Antwort haben. Und zwar deshalb, weil die Konzeption von Stablecoins – wie so vieles auf dieser Erde – einem Trilemma unterliegt.

So kann ein Stablecoin nur hinsichtlich zwei von drei Kriterien optimiert werden: Kapitaleffizienz, Preisstabilität und Dezentralisierung. Fiat-gedeckte Stablecoins sind stark zentralisiert, doch sind sie äusserst kapitaleffizient und weisen eine hohe Preisstabilität auf. Krypto-gedeckte Stablecoins sind dezentraler und beachtlich preisstabil, weisen im Gegenzug aber aufgrund der erforderlichen Überbesicherung eine geringe Kapitaleffizienz auf. Ungedeckte, algorithmische Stablecoins sind sowohl dezentralisiert als auch kapitaleffizient – dies macht sie jedoch wesentlich riskanter und volatiler.

> «Anwendungsfälle für Stablecoin gibt es zuhauf.»

Die ungedeckten, algorithmischen Stablecoins sind so riskant, dass alle derartigen Experimente bis heute ausnahmslos einer Todesspirale zum Opfer gefallen sind. Deren Fragilität lässt sich vor allem auf Reflexivität zurückführen: Solange die Nachfrage nach ihnen steigt, funktionieren sie. Bricht letztere allerdings ein, geht das Vertrauen verloren und es sind kaum Fangnetze vorhanden, welche einen Vertrauensverlust abfedern können. Noch ist unklar, ob diese Modellart jemals funktionieren kann. Immerhin scheitern selbst Staaten, die über ein Gewaltmonopol und grössere Summen an Devisenreserven verfügen.

Der Bedarf ist da

Realistisch betrachtet sind die Fiat-gedeckten Varianten gegenwärtig das Mass aller Dinge unter den Stablecoins, während sich die Krypto-gedeckte Stablecoins jedoch auch immer mehr zu einer ernstzunehmenden Alternative mausern.

> «Mit einem weiter steigenden Stablecoin-Wachstum ist daher auch in Zukunft zu rechnen.»

Unbestritten ist: Anwendungsfälle für Stablecoin gibt es zuhauf. Allen voran die Nachfrage in Inflationsgebeutelten Ländern ist im Wachstum begriffen. Hier ermöglichen Stablecoins einen Ausweg aus der Geldentwertung. Insbesondere die Technologie-affine Jungendgeneration nutzt US-Stablecoins, um sich so in die globale Wirtschaft einzuklinken.

Auf internationaler Ebene bieten Stablecoins die Chance, den weltweiten Zahlungsverkehr zu revolutionieren. Noch ist dieser von Intermediären und Korrespondenzbanken geprägt, die allesamt die Kosten in die Höhe treiben. Aufgrund ihres reibungslosen, grenzenlosen Wesens können Stablecoin-Zahlungen den grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr vereinfachen und effizienter machen.

Auch hinsichtlich Liquidität und Abwicklungsrisiken können Stablecoins Abhilfe schaffen. Das heutige Finanzsystem ist von einer T+2-Mentalität durchdrungen, so dass Transaktionen oftmals erst Tage später eine endgültige Abwicklung erfahren. Die damit einhergehenden Abwicklungsrisiken müssen abgesichert werden, was nicht nur direkte Kosten, sondern auch indirekte Kosten in Form gebundener Liquidität verursacht. Indem Stablecoins sofortiges Settlement erlauben, können derartige Ineffizienzen aus der Welt geschaffen werden.

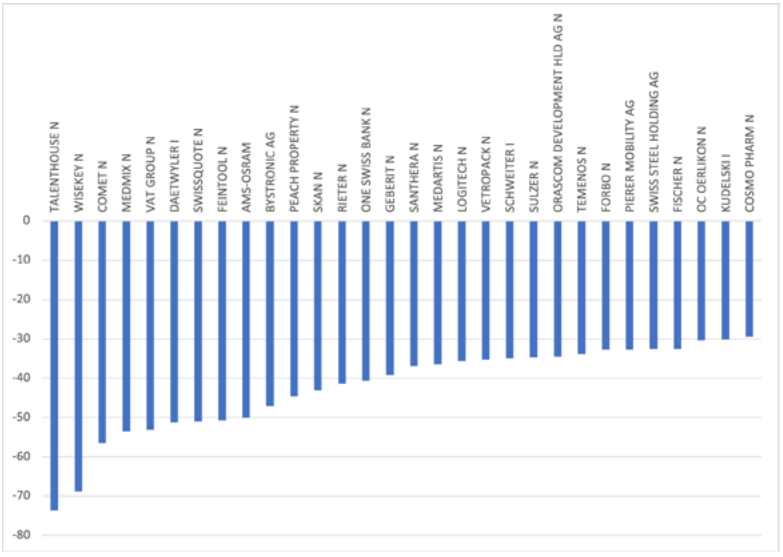
Mit einem weiter steigenden Stablecoin-Wachstum ist daher auch in Zukunft zu rechnen. Heute, inmitten des aktuellen Bärenmarktes liegt die Marktkapitalisierung bei etwas über $150 Milliarden. Es dürfte kaum verwundern, wenn diese in einem Jahr bereits auf das Doppelte angewachsen ist. ■

ZITAT DES MONATS

« We are strongly committed to bringing inflation back down, and we are moving expeditiously to do so. »

Jerome Hayden Powell
Präsident der FED

30 SCHLECHTESTEN AKTIEN YTD 2022



Quelle: Infront

GRAFIK DES MONATS: ENTWICKLUNG WICHTIGER INDICES SEIT JAHRESANFANG

Quelle: Infront

AUFGEFALLEN

Martin Raab
präsentiert Kurioses und Nachdenkliches
aus der Finanzwelt.

Meuterei im Bond-Portfolio

Aus Gründen der Risikobegrenzung besitzen institutionelle Investoren traditionell einen grossen Anteil an Bonds im Portfolio. Manche 40%, andere auch gerne mehr. Bei sämtlichen «Institutionals», also Fondsverwaltern, Pensionskassen und Versicherungen, brennt seit Februar dieses Jahres die Hütte. Der Grund für den Funkenflug sind die nach oben explodierenden Zinslevels, befeuert von der Ankündigung der US-Notenbank FED bei der globalen Leitwährung deutlich mehr Verzinsung inskünftig zu bieten als bis anhin. Das liess die Kursnotierungen der Bonds seit Mai noch weiter drastisch einbrechen.

Das Hauptproblem ist allerdings, dass viele Institutionals in Bonds per Gesetzesvorgabe oder Fondskonzept anlegen mussten bzw. müssen. Zusätzlich wurden in den letzten Jahren eher Währungsrisiken statt Zinskurven gehedgt. Um so explosiver hat sich die vermeintlich tolle Anlageklasse «Obligationen» daher seit Jahresbeginn zum Alptraum entwickelt. Beim Anblick der Halbjahres-Reports 2022 vieler Bond-Portfolien, wird so manchem Investor der gekühlte Cocktail im Halse stecken bleiben – Verluste von bis zu 30% seit Januar sind keine Seltenheit. Auch Flaggschiffe unter den grossspurig am Markt propagierten Bond-ETFs sind Year-To-Date mit bis zu -17% drastisch auf Sand gelaufen. Extrembeispiele finden sich viele: Französische Staatsobligationen (Rating: AA) in Euro mit Laufzeitende 05/2040 notieren jetzt bei 72% und kosteten an Weihnachten 2021 noch 102%. Der Bank of Amercia Perpetual Bond (BBB-) in USD wirft inzwischen eine fruchtige Seitwärtsrendite von 6.78% pro Jahr ab. Zahlen, die vor 9 Monaten undenkbar gewesen sind.

Für Schweizer Pensionskassen, welche im Schnitt 38% Obligationen-Anteil halten, gleichen die Halbjahreszahlen der Bond-Portfolios einer undenkbaren Meuterei im sonst so ordentlichen «Obligationen-Stübli». Das derzeit bestgehütete Geheimnis der Schweizer PKs: Viele Bond-Investments der 2. Säule hängen inzwischen schief wie Palmen im starken Wind. Gut, wird erst im Dezember offiziell an die Versicherten rapportiert. Der laue Trost bis daher für uns alle ist, dass neuveranlagtes «Fresh Money» jetzt wieder gute Renditen erwirtschaftet – zumindest sofern nicht noch ein weiterer Tropensturm über die Bonds hinwegfegt. ■

HOT NEWS

SWISS STRUCTURED PRODUCT INDUSTRY REPORT

Neuer Name und Konkretisierung der Inhalte

Der vom SSPA, in Zusammenarbeit mit Boston Consulting Group, zusammengestellte «Value Creation Report», heisst neu Swiss Structured Product Industry Report.Wirklich neu am Produkt ist aber nicht der Name, sondern welche Produkte als Basis für den Report berücksichtigt werden und welche nicht. Ab Q1 2022 gilt, dass nur Produkte mit einer ISIN in den Report aufgenommen werden. Heisst all die DOCUs und weitere, sind nicht mehr enthalten. Sicherlich eine spannende Diskussion ohne Richtig oder Falsch.

▸ *https://sspa.ch/de/medien/*

SWISS STRUCTURED PRODUCT INDUSTRY REPORT

Zahlen und Volumen

Aufgrund der obengenannten Veränderungen, lässt sich nur schwer eine Aussage tätigen. Durch die Aktualisierung, ist die Differenz der gelisteten zu den nicht-gelisteten Produkte deutlich kleiner geworden (59% zu 41%). Ansonsten liegen die Zahlen im gefühlten Rahmen. Januar gut, Februar leicht schwächer und März stark. Kapitalschutz, praktisch ausschliesslich im US Dollar, sind im Aufwind. Die Hebelprodukte treiben beim Umsatz den Markt.

▸ *https://sspa.ch/de/medien/*

DDV-TREND DES MONATS JUNI 2022

Optimismus

Die Deutschen Privatanleger sind überraschend gelassen angesichts der Kursentwicklung an den Märkten. Gute 50% der rund 1'800 Befragten sind der Meinung, dass ihr Börsenjahr 2022 verlaufen wird. Nur knapp ein Fünftel ist der Meinung, dass sie erhebliche Verluste hinnehmen müssen. Spannende Aussagen und leider ohne Einsicht, wie die Depots der befragten Privatanleger aufgebaut sind. Wie viele mit short Produkten frühzeitig vorgesorgt haben.

▸ *https://www.derivateverband.de/DEU/Start*

CESAR VON PRIVATE ALPHA

KI mit Wochenprognose

Jeden Montag ist die Wochenprognose der Künstlichen Intelligenz von Private Alpha auf payoff.ch live geschaltet. In 35 Sekunden das Wesentliche zu der kommenden Woche, basierend auf den Datenpunkten der vergangenen Woche.

▸ *www.payoff.ch*

Bleiben Sie aktuell **@payoff_ch**

ENTER

THE TRADING ROOM

«PRIVILEGED INVESTING»
with François Bloch

Der exklusive Club für aktive Trader und spekulativ orientierte Anleger.

LAUFEND NEUE TRADING-IDEEN	**MÖGLICHKEIT DES INDIVIDUELLEN AUSTAUSCHS**	**MONATLICHER WEBCAST**	**TEILNAHME AN LIVE TRADER-EVENTS**

www.thetradingroom.club