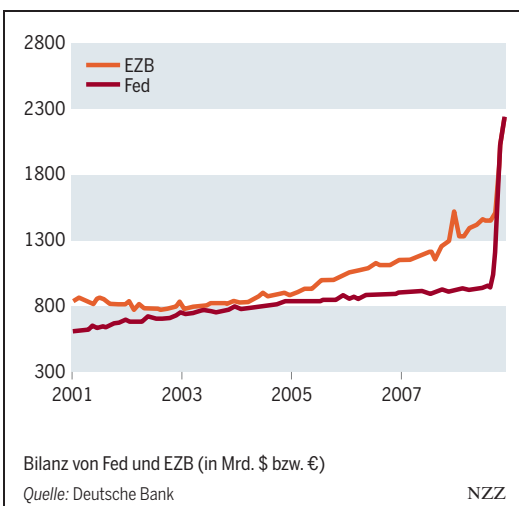


### Schwache Erdölnachfrage

Die weltweiten Rezessionsängste schlagen sich auch am Erdölmarkt nieder. So hat jüngst die Internationale Energieagentur vor einer dramatisch tieferen Nachfrage nach Rohöl gewarnt. Die Agentur rechnet für das gesamte Jahr 2008 mit dem ersten Jahresrückgang der globalen Erdölnachfrage seit 1983. Im nächsten Jahr dürfte der Erdölbedarf zwar wieder leicht steigen, doch mit bescheidenen Raten. Die Prognose für das Jahr 2009 ist mit etlichen Risiken behaftet, denn bisher war der Nachfragerückgang vor allem auf die Industrienationen zurückzuführen. Drosselten nun aber auch die Entwicklungsländer wegen der schlechteren Konjunkturaussichten ihre Nachfrage, könnte das den Druck auf die Erdölpreise noch erhöhen.



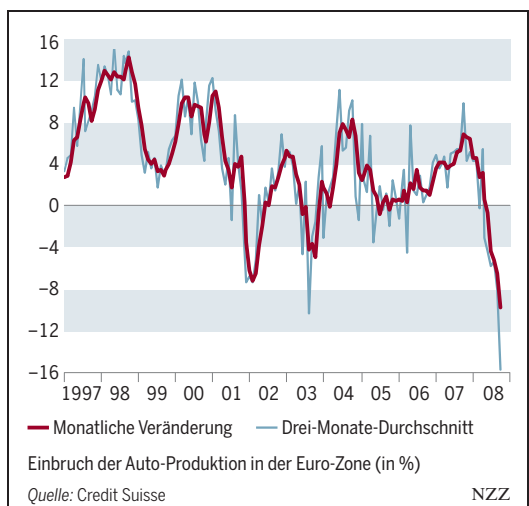
### Ausgeweitete Bilanzen

An den Finanzmärkten baut sich wohl grosses Inflationspotenzial auf. Der Umfang der Bilanzen der US-Notenbank (Fed) und der Europäischen Zentralbank (EZB) hat in den vergangenen drei Monaten stark zugenommen. Die Bilanz der Fed stieg von rund 800 Mrd. \$ auf 2200 Mrd. \$ und jene der EZB von 580 Mrd. € auf etwa 2000 Mrd. €. Die Ausweitung der Geldschöpfung durch die Notenbanken werten Ökonomen der Deutschen Bank mit dem Satz, die Zentralbanken hätten Geld gedruckt. Anders verhielt es sich noch von Mitte 2007 bis Mitte 2008. Die damaligen ungewöhnlichen Massnahmen zur Liquiditätsbereitstellung waren grossenteils vorübergehender Natur und wirkten sich nicht auf die Bilanzen der Notenbanken aus.



### Risikoland Ukraine

Das Misstrauen der Anleger gegenüber Schwellenländern ist in den letzten Monaten deutlich gewachsen. Dies zeigt sich an der Entwicklung der Risikoprämien von Kreditausfall-Swaps. Mit solchen Derivaten können sich Investoren gegen den möglichen Ausfall eines Schuldners versichern. Mit der Verschärfung der Finanzkrise haben sich diese Versicherungen verteuert, für Länder wie die Ukraine sind sie sogar rasant gestiegen. Dies liegt daran, dass grosse Teile der von ukrainischen Banken ausgegebenen Kredite in Dollars denominiert und die Kosten für ihre Bedienung zuletzt stark gestiegen sind. Auch die Risikoprämien von Kreditausfall-Swaps für Letland, Russland oder Rumänien haben deutlich zugelegt.



### Gebremste Autofirmen

Der Branchenprimus Toyota hat vergangene Woche mit der Ankündigung schockiert, er rechte im laufenden Geschäftsjahr mit dem ersten operativen Verlust seiner Unternehmensgeschichte. Auch in Europa laufen die Geschäfte der Autofirmen schlecht. Die Autoproduktion in der Euro-Zone ist jüngst um rund 15% gegenüber dem Vorjahr zurückgefahren worden. Besonders stark fiel der Rückgang in Frankreich aus, wo fast 30% weniger Autos produziert wurden. In Italien lag der Rückgang bei gut 25%, in Deutschland «lediglich» bei 12%. Für Deutschland als Auto-Land ist dies dennoch kein Grund für verhaltene Freude: Die Autoproduktion macht dort einen zweimal so grossen Anteil am BIP aus wie in anderen EU-Ländern.

AGENDA	
<i>Konjunktur und Politik</i>	
29. 12.	<b>KOF-Konjunkturbarometer Schweiz</b> Dezember (E): -0,26 (Vormonat: -0,05)
30. 12.	<b>UBS-Konsumindikator Schweiz</b> November (Vormonat: 1316)
	<b>Konsumentenvertrauen USA</b> Dezember (E): 45,0 (Vormonat: 44,9)
	<b>Chicagoer Einkaufsmanager-Index USA</b> Dezember (E): 33,0 (Vormonat: 33,8)
2. 1.	<b>ISM-Index verarbeitendes Gewerbe USA</b> Dezember (E): 35,2 (Vormonat: 36,2)
<i>Unternehmen und Märkte</i>	
31. 12.	<b>Silvester</b> Geschlossen sind unter anderen die Börsen Zürich, Frankfurt, Paris, Stockholm, Tokio, Bangkok und São Paulo, gehandelt wird unter anderem in New York und London.
1. 1.	<b>Neujahrstag</b> Fast alle Börsen weltweit sind geschlossen. Gehandelt wird unter anderem in Tokio, Taipeh, Bangkok und Schanghai.
2. 1.	<b>Bercholdstag</b> Die Schweizer Börse SIX ist geschlossen. Auch in Tokio findet kein Handel statt.

E: Erwarteter Wert. Q: Quartal. G/A: Gewinn pro Aktie (Gesamtjahr). GJ: Geschäftsjahr. I. V.: im Vorjahr.  
Quelle: div. Banken, Bloomberg, Reuters (ohne Gewähr und ohne Anspruch auf Vollständigkeit)

## Krisenresistente Nebenwerte

### Ausserbörslich gehandelte Aktien mit konstanter Performance

Von Philipp Lütolf\*

Die Aktienkurse an den grossen Börsenplätzen der Welt fallen seit rund einhalb Jahren. Ausserbörslich gehandelte Aktien notieren hingegen praktisch auf unverändertem Niveau. Schon in früheren Krisen sind die Nebenwerte durch ihre Krisenresistenz aufgefallen.

Für die Periode Januar 2000 bis August 2007 kann der Markt mit ausserbörslich gehandelten Werten (OTC) eine durchschnittliche jährliche Rendite von 21,7% ausweisen. Massstab ist ein auf Geldkursen basierter gleichgewichteter Total-Return-Index, der zu jedem Zeitpunkt maximal 50 liquide Titel umfasst. Kriterium für die Aufnahme in diesen OTC-50-Index ist das Handelsvolumen in Franken. Für den Swiss-Performance-Index (SPI) und den SPI-Small-Caps-Index lassen sich für die gleiche Periode jährliche Wertsteigerungen von 5,8% bzw. 12,6% berechnen. Die Überrendite der OTC-Werte darf als stabil bezeichnet werden. 15 nach dem Zufallsprinzip ausgewählte Portefeuilles, die je 20 der 50 OTC-Aktien umfassen, erreichen alle eine Rendite von mindestens 16,9%. Für «liquide» OTC-Aktien sind durchschnittliche Geld/Brief-Spannen von rund 5% zu beobachten. Dies bedeutet, dass der Anleger die ersten 5% Wertsteigerung nicht als Gewinn realisieren kann. Falls jede Aktie zum höheren Briefkurs in den OTC-50-Index aufgenommen und anschliessend zu Geldkursen bewertet wird, reduziert sich die Jahresrendite von 21,7% auf 18,4%. Die ausgewiesene Überrendite bleibt somit auch nach dieser Bereinigung bestehen.

#### Attraktive Diversifikationsmöglichkeit

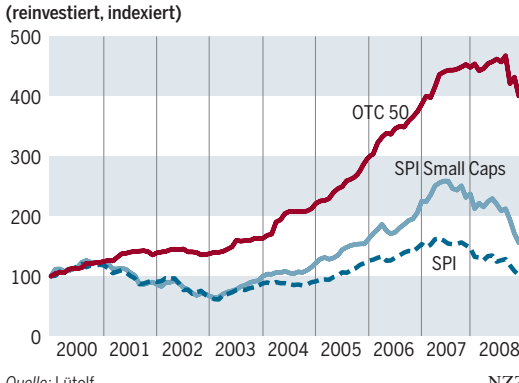
Die Basis für die deutliche «Outperformance» gegenüber den SPI-Indizes haben die OTC-Aktien in der Baisse zwischen September 2000 und März 2003 gelegt. Während der SPI damals fast die Hälfte seines Wertes verloren hatte, legte der OTC-50-Index um 15% zu. In der danach folgenden Hausse konnten die OTC-Werte den markanten Kurssteigerungen der boomenden SPI-Small-Caps weitgehend folgen. Durch Einbezug der derzeitigen Finanzkrise wird der Unterschied zwischen kotierten und nichtkotierten Werten noch sehr viel ausgeprägter. Ende November 2008 lag der SPI gegenüber Januar 2000 noch gerade 1,7% im Plus, die SPI-Small-Caps immerhin noch 55,9%. Die Wertsteigerung des OTC 50 betrug mit 300% jedoch mehr als das Fünffache davon. Über die letzten neun Jahre weist der OTC-Markt eine sehr bemerkenswerte Eigenschaft auf. Er macht die Aufwärtsbewegungen der Börse weitgehend mit, nicht aber jene nach unten. Für den Anleger können ausserbörsliche Aktien dank einer tiefen Korrelation zur Börse durchaus eine attraktive Diversifikationsmöglichkeit darstellen. Die berechnete Wertsteigerung des OTC-50-Indexes basiert auf Geldkursen, d. h. auf Preisen, die Anleger zu bezahlen bereit sind. Im Vergleich zur Börse ist die Markttiefe im OTC-Segment geringer. Die zum jeweils besten Geldkurs verkäufliche Anzahl Aktien kann unter Umständen gering sein. Daher trägt der Anleger ein Risiko der erschwerten Verkäuflichkeit, für das die Überren-

dite die Kompensation sein könnte. Der ausserbörsliche Markt wird von Privatinvestoren mit einem aufgrund der tiefen Liquidität bedingten vergleichsweise langfristigen Anlagehorizont dominiert. Diese zögern womöglich in Krisenzeiten mit dem Verkauf ihrer Aktien und tragen so zur gegenwärtigen Kursstabilität bei. In den letzten sehr turbulenten Börsenmonaten ist die Liquidität am OTC-Markt jedoch nicht deutlich zurückgegangen. Für die Aktien aus dem OTC-50-Index fiel der Umsatz in den ersten neun Monaten 2008 – bereinigt um den Abgang des Hauptumsatzträgers HBM Bioventures – gegenüber dem Vorjahr rund 15% tiefer aus. Knapp die Hälfte der beobachteten Aktien weist sogar steigende Volumina auf. Die momentane Kursstabilität ist daher keinesfalls ein Abbild von infolge ausbleibender Handelsaktivität veralteten Geldkursen. Die Anleger verkauften sehr wohl OTC-Aktien. Im Gegensatz zur Börse finden sich jedoch für ausserbörsliche Aktien Käufer.

#### Langer Zeithorizont bringt Stabilität

Die jüngste Kursstabilität kann auch dahingehend interpretiert werden, dass der Markt die Auswirkungen der Finanzkrise auf die im Vergleich zu kotierten Unternehmen deutlich stärker am Binnenmarkt orientierten OTC-Werte geringer einschätzt. Erst als sich im September die Anzeichen für eine Rezession in der Schweiz verdichteten, schloss sich der OTC-Markt der Abwärtsbewegung der Börse an. Der Faktor der Inlandorientierung vermag allerdings nicht zu erklären, wieso der OTC-50-Index die von 2003 bis 2007 andauernde Börsenhausse weitgehend mitmachte. In den letzten Jahren profitierte der OTC-Markt von der gestiegenen Aufmerksamkeit seitens der Medien und Anleger. Dies könnte eine vorgängige Unterbewertung eliminiert haben und so für die Überrendite verantwortlich sein. Diese wäre dann in Zukunft nicht wiederholbar. Obwohl dieses Argument schon seit Jahren für die «Outperformance» von Small-Caps gegenüber Blue Chips verwendet wird, erreichen Erstere auch heute noch oft überdurchschnittliche Renditen. Hinzu kommt, dass die Bekanntheit des OTC-Marktes zwar gestiegen ist, alles in allem aber immer noch als sehr bescheiden gilt. Auch wenn die ausserordentlich hohen Renditen der vergangenen neun Jahre kaum wiederholbar sein werden, gibt es doch auch keine Gründe für ein abruptes Ende der guten Wertentwicklung des OTC-Marktes.

#### Börsliche und ausserbörsliche Kursentwicklung



## Märkte und Meinungen

### Das Jahr der Schönwetter-Konzepte

Das abgelaufene Jahr hat einige in der Finanz- und Anlagewelt liebgelebte Ansätze als Schönwetter-Konzepte blossgestellt. Die Banken mussten etwa feststellen, dass Liquidität ein solches Schönwetter-Konzept ist. Sie bildete die Grundlage vieler in guten Zeiten entworfener Geschäfts- und Risikomodelle, aber als die Märkte in eine schwierige Phase eintraten, trocknete sie aus – genau dann also, als man sie wirklich brauchte. Das wurde vielen Banken beinahe und einigen wie Lehman Brothers tatsächlich zum Verhängnis.

Die Anleger wiederum mussten schmerzhaft erkennen, dass Diversifikation ein Schönwetter-Konzept ist. Der eherne Anlagegrundsatz, dass das investierte Geld auf verschiedene Anlageklassen und auf verschiedene Einzeltitel gestreut werden soll, um die Anlagerisiken zu minimieren, hat in der Krise schlecht funktioniert. Zwar sah es einige Zeit so aus, als könnten sich gewisse Anlageklassen wie Rohwaren dem allgemeinen Trend nach unten entziehen. Aber seit der Erdölpreis im Zuge der Konjunkturabkühlung wieder eingebrochen ist, hat auch diese Hoffnung ausgedient. Gleichermassen haben die Hedge-Funds an Glanz verloren, die seit den Turbulenzen des Herbstes und dem Madoff-Skandal ihrem Anspruch nicht mehr gerecht werden, auch in schwierigen Marktphasen positive Renditen zu erzielen. Dem Anleger bleibt die schmerzliche Einsicht, dass in Krisenphasen die meisten wichtigen Anlageklassen gleichzeitig an Wert verlieren. Diversifikation kann da vielleicht dämpfend wirken, aber das Blatt nicht wenden.

Viel an Glanz verloren haben schliesslich Anlageformen wie strukturierte Produkte oder Absolute-Return-Fonds. Die populärsten dieser Angebote waren für leicht höher oder seitwärts tendierende Märkte «gemacht», aber nicht für einen scharfen Einbruch. Viele Anleger sitzen nun auf hohen Verlusten. Ihr Unmut wird wohl wenigstens dafür sorgen, dass es in der Fonds- und Anlagebranche zu grossen Veränderungen kommt. Manch ein Anleger fordert nun transparentere und leichter verständliche Produkte und ist nicht mehr bereit, den Banken und den Anlageberatern «blind» zu vertrauen. Ebenfalls dürften kritischere Fragen gestellt werden, inwiefern die Gebühren von meist 1% bis 2% pro Jahr bei aktiv verwalteten Fonds gerechtfertigt sind, wenn die Fondsmanager kaum je besser als die Marktentwicklung abschneiden. So dürfte auch das schöne Wetter, das in der Vermögensverwaltungs- und Fondsbranche in den letzten Jahren geherrscht hatte, vorerst vorbei sein.

## NZZ Chronik

DER JAHRESRÜCKBLICK DER NEUEN ZÜRCHER ZEITUNG



Der traditionelle Jahresrückblick der NZZ liegt erstmals in Magazinform vor. Die «NZZ-Chronik» deckt die Zeit vom 1. Dezember 2007 bis zum 30. November 2008 ab. Sie umfasst neben dem Jahresgeschehen auch Kommentare, zeigt packende Bilder, wird abgerundet durch eine Agenda für 2009 und gewährt Einblicke in das 228-jährige Archiv der NZZ. Dies im Bewusstsein für die Geschichte, aber auch mit Referenz auf die Gegenwart. Denn nur wer weiss, was geschah, kann einschätzen, was ist.

Ab sofort wird die «NZZ-Chronik» in der Schweiz am Kiosk angeboten. Zusätzlich ist eine gebundene Ausgabe im Buchhandel oder bei NZZ Libro erhältlich. Beim NZZ-Shop an der Falkenstrasse 11 in Zürich sind beide Versionen verfügbar. Leser der internationalen Ausgabe können die Chronik der Neuen Zürcher Zeitung online bestellen ([www.nzz-chronik.ch](http://www.nzz-chronik.ch)).

\* Philipp Lütolf ist Dozent am Institut für Finanzdienstleistungen Zug (IFZ) der Hochschule Luzern und Redaktor beim «Swiss-Equity-Magazin».