

INFIDAR TOPICS

STRATEGISCHE GEDANKEN / WINTER 2009

Liebe Leserinnen und Leser,

2009 erholten sich die Finanzmärkte. Aktien und Unternehmensanleihen notieren deutlich höher. Selbst Staatsanleihen legten noch zu. Wie geht es weiter? Was empfiehlt sich bei der Titelauswahl?

Das G-20-Treffen im schottischen Saint Andrews ging am 7. November 2009 mit der einmütigen Aussage zu Ende, dass eine Stabilisierung der konjunkturellen Erholung vorrangig bleibt. Notenbanken und Regierungen wollen sicher sein, dass die Wirtschaftskrise auch wirklich überstanden ist, bevor sie die Therapie absetzen und sich an die Sanierung der Haushalte machen. Es bleibt also aller Voraussicht nach bei einer lockeren Geldpolitik und flankierenden staatlichen Massnahmen zur Konjunkturstützung.

Auch geopolitisch sieht es derzeit nicht nach grossen Veränderungen aus. Die notorischen Unruheherde im Nahen, Mittleren und Fernen Osten (Nordkorea) geben momentan keine Signale, die andeuten, dass die Lage ausser Kontrolle geraten könnte. Was sich in Afghanistan und in den grenznahen Gebieten Pakistans abspielt, ist unerfreulich, ohne dass jedoch eine entscheidende Wende zum Schlechteren erkennbar wäre.

Aber grundsätzlich gilt, dass man ohnehin nur schwer vorhersagen kann, was in den nächsten Monaten passiert. Die Märkte haben ihre eigenen Launen. Nach oben wie nach unten. Solange die Geldversorgung weiterhin so grosszügig bleibt, sind wir zuversichtlich gestimmt.



Franz Kuster
Partner

Das schliesst jedoch kurzfristige Sorgen über die Solidität staatlicher und staatsnaher Schuldner – man denke nur an Dubai oder etwa Griechenland – nicht aus. Wie das Beispiel Argentiniens beweist, wäre es keineswegs das erste Mal, dass Staaten dazu übergehen, den Schuldendienst einzustellen.

In dieser Phase spricht viel dafür, die gewählte Anlagestrategie beizubehalten. Wir empfehlen, die Quote der Unternehmens-

anleihen nicht abzubauen, auch wenn die Titel mittlerweile deutlich höher notieren als zu Beginn des Jahres, und an der entsprechend der individuellen Risikotoleranz gewählten Aktienquote festzuhalten. Angesichts der anhaltenden Skepsis gegenüber Aktien scheinen grössere Korrekturen nach unten derzeit weniger wahrscheinlich.

Grundsätzlich spricht im gegenwärtigen Umfeld viel dafür, sich auf grosskapitalisierte Werte mit einer soliden Dividendenpolitik zu konzentrieren. Neben den Emerging Markets – oder schon etwas konkreter: Lateinamerika und Asien – bevorzugen wir eine Konzentration auf die Branchenbesten weltweit. Dieser Ansatz bietet aus Schweizer Sicht nicht zuletzt den Vorteil, dass man sich auf dem Heimmarkt bestens eindecken kann. Die Schweiz hat sehr gute Titel. Nestlé, Novartis, Hoffmann-La Roche, ABB, CS und Zurich sind ganz klar Referenzwerte.

Währungsfriktionen lassen sich mit der Konzentration auf Schweizer Titel zwar nicht vermeiden. Sie schlagen aber

Statt einzelne Märkte zu favorisieren, bevorzugen wir eine Konzentration auf die Branchenbesten weltweit.

nicht so brutal durch wie bei Aktien in fremden Währungen. Es sei in diesem Zusammenhang nur daran erinnert, dass sich das Britische Pfund 2008 gegenüber Euro und Franken im Rekordtempo um 30 Prozent abgewertet hat.

Ein weiteres Auswahlkriterium ist die Konstanz der Dividendenzahlungen. Die Analysten haben es in der Euphorie der «Growth»-Jahre stark vernachlässigt. Nach den ernüchternden Erfahrungen der Vorjahre berücksichtigen sie bei ihren Bewertungen jedoch wieder vermehrt, ob die Unternehmen auch stabile Erträge erwirtschaften und eine solide Dividendenpolitik betreiben. Nestlé, Novartis sowie Hoffmann-La Roche sind da über jeden Zweifel erhaben. ABB, CS und Zurich sollten die nach dem Platzen der Internet-Blase durchlittenen Turbulenzen überwunden haben. Stabile Dividenden helfen einfach, Durststrecken besser durchzustehen.

Daneben wären als Beimischung im Obligationenportfolio auch Wandelanleihen und Emerging-Markets-Obligationen in Lokalwährung einen prüfenden Blick wert.

WIE EIN MARATHONLAUF AUF DEM DRAHTSEIL

Die Notenbanken haben eine Katastrophe der Finanzmärkte mit einer beispiellosen Liquiditätsschwemme verhindert. Die drohende Depression wich einer scharfen Rezession. Die Konsequenzen an den Arbeitsmärkten sind gleichwohl brutal. Gleichzeitig beschwören Warner die Gefahr einer unkontrollierten Inflation.

Notenbankpräsidenten geht es längst ähnlich wie Fussballcoaches bei der Aufstellung der Nationalmannschaft. Sie müssen damit leben, dass ihre Entscheidungen millionenfach kommentiert und kritisiert werden. Ein Heer von Professoren, Analysten, Journalisten, Gewerkschaftsführern und anderen Experten artikuliert sich mit Vehemenz und weiss es im Zweifelsfall besser. Persönliches Wohlbefinden sei mit dem Amt des Nationalbankpräsidenten nicht vereinbar, meinte Fritz Leutwiler einmal. Das war in den siebziger Jahren während der schwierigen Phase der Inflationsbekämpfung. Seither ist das Amt sicher nicht angenehmer geworden.

Der Nachfrageüberhang bei den Rohstoffen, die rekordtiefen Zinsen, die grosszügige Liquiditätsversorgung der Banken und die massiven Staatshilfen sind genau der Stoff, aus dem die Lehrbücher die Inflation keimen sehen. Wenn nicht sogar den nächsten Finanzkrach, der bereits als „Mutter aller Finanzkräche“ prophezeit wurde und in zwei Jahren

Die lockere Geldpolitik der SNB hat bisher nicht zu Subprime-Exzessen geführt.

erwartet wird. Der Hinweis, dass die Krise mit genau den Mitteln kuriert wird, die zu ihrer Entstehung beigetragen haben, ist keineswegs abwegig. Die Politik des billigen Geldes nach dem Platzen der Internet-Blase hat zweifellos die Basis für die gewaltige Liquiditätswelle geschaffen, die alle sahen, aber deren Gefährlichkeit die allermeisten ignorierten. Andererseits pflegt die SNB seit vielen Jahren eine lockere Geldpolitik, ohne dass es in der Schweiz zu Subprime-Exzessen gekommen wäre. Billiges Geld allein reicht also nicht für eine Krise.

Mit der virulenten Subprime-Krise im Sommer 2007 dämmerte langsam die Einsicht, dass die Party vorbei war. Aber

auch da unterschätzten die Märkte noch stark die Risiken, die der Etikettenschwindel bei den gebündelten Schuldtiteln, die prozyklische Ausrichtung der Rechnungslegungsregeln und die arg strapazierten Eigenmittelausstattungen bargen. Bis dann schliesslich mit der Lehman-Pleite die nackte Panik ausbrach.

Die lautstarken Kritiker der Politik des billigen Geldes stört zweifellos auch, dass deren Hauptnutznießer eben diejenigen Banken sind, die mit ihrer aggressiven Geschäftspolitik zur Verschärfung der Krise beigetragen hatten. Inso-

Die Geldentwertung in Deutschland wurde nicht einmal von Robert Mugabes Zimbabwe übertroffen.

fern ist ein Unterton moralischer Empörung unüberhörbar. Aber eine Wirtschaftspolitik, die auf moralischer Entrüstung aufbaut, war noch nie erfolgreich. Weder das mittelalterliche Zinsverbot noch die Planwirtschaftssysteme marxistischer Prägung haben sich in der Praxis bewährt. Deshalb sind auch die derzeit wieder häufig zu hörenden «Moral Hazard»-Argumente alle mit grösster Vorsicht zu geniessen.

Dass die Inflationsssorgen ganz besonders in Deutschland artikuliert werden, hat einen einfachen Grund. Das Land hatte in den zwanziger Jahren eine Geldentwertung erlebt, die in ihrem Ausmass nicht einmal von Robert Mugabes Zimbabwe übertroffen wurde; und 1948 konnten die alliierten Mächte den massiven Geldüberhang nur durch einen radikalen Währungsschnitt beseitigen. Das war in Westdeutschland. In Ostdeutschland erlebten die Nachfolgeländer der DDR mit der Einführung der D-Mark dagegen eine brutale Deflation, die zu einer Desindustrialisierung ganzer Landstriche führte.

Aber nicht diese Teilerfahrung bestimmt das Denken in der Bundesrepublik, sondern die traumatischen Inflationserfahrungen. Dass sie massgeblich in einer höchst unsoliden Finanzierung zweier Weltkriege wurzeln, geht ebenso unter, wie das verheerende Erlebnis der Brüning'schen Deflationspolitik im Gefolge der Weltwirtschaftskrise von 1929. Die Wähler quittierten diese Hungerpolitik mit einer deutschnationalen Radikalisierung, die in einer bedin-



gungslosen Kapitulation und dem Währungsschnitt von 1948 endete.

Es lohnt sich, noch beim Beispiel der Bundesrepublik zu verweilen: Als die explodierenden Erdölpreise Anfang der siebziger Jahre den Preisauftrieb beschleunigten, quittierte der damalige Finanzminister Helmut Schmidt besorgte Vorhaltungen im Parlament mit der schnippischen Antwort, ihm seien fünf Prozent Inflation lieber als fünf Prozent Arbeitslosigkeit. Zwischenzeitlich lagen beide Raten deutlich über fünf Prozent.

Derzeit ist zweifellos die Arbeitslosigkeit das grosse Problem. Die Durchschnittsrate liegt in Europa wie in den USA bei gut zehn Prozent. Erwartet wird ein weiterer Anstieg. Wie der Fiat- und Chrysler-CEO Sergio Marchionne jüngst in Zürich ausführte: «Wir haben es mit drei Krisen zu tun. Einer Finanzkrise, einer Wirtschaftskrise und einer Sozialkrise. Die erste liegt hinter uns, die zweite haben wir langsam im Griff, aber die dritte kommt erst so richtig in Schwung.»

Hier zeigt sich der erste Unterschied zur Inflationsphase der siebziger Jahre: Die Sockelarbeitslosigkeit liegt

massiv höher. Gleichzeitig stehen die Staaten unter erhöhtem Konsolidierungsdruck. Die Phase einer weiteren Aufblähung des öffentlichen Dienstes ist vorbei. So gut wie alle Staaten sind gezwungen, zu sparen.

Gerade diese Politik des Ausbaus hatte aber seinerzeit markant Konsumnachfrage generiert und damit den Preisauftrieb angeheizt. In einer Zeit, in welcher die Bedienung der Schulden und die Sozialausgaben die beiden grössten Budgetposten bilden, ist eine Wiederholung ausgeschlossen. Kommt hinzu, dass sich mit den geburtschwachen Jahrgängen eine einmalige Redimensionierungschance bietet.

Diese demographische Entwicklung ist gleichzeitig ein wirksamer Inflationsdämpfer. Die Nachfrage nach Lebens-

mitteln und dauerhaften Konsumgütern bleibt zwangsläufig schwach. Die ins Berufsleben nachrückenden Jahrgänge sind einfach dünner besetzt. Selbst wenn alle Arbeit haben, lässt die Nachfrage nach. Zumindest in Europa. In den USA mit ihrem markanten Geburtenüberschuss sieht die Entwicklung anders aus. Einer Goldman-Sachs-Schätzung zufolge werden die USA 2050 – nach Indien – das jüngste Durchschnittsalter aller grossen Nationen haben. Die Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter wird danach um 30 Prozent zulegen, während sie in China um drei Prozent abnimmt.

Hinzu kommt der Preisdruck der günstig produzierenden aufstrebenden Märkte. Gleichzeitig sind die Banken vorsichtig geworden bei der Vergabe von Konsumkrediten. Konjunkturunsicherheit und möglicher Stellenverlust sind keine gute Voraussetzung für die Vergabe von Ratenkrediten, auch wenn die Refinanzierung verlockend günstig ist.

Insgesamt sieht es danach aus, dass die Industrieauslastung deutlich unter ihrem Potential bleibt. Mit grossen Investitionen ist in diesem Umfeld kaum zu rechnen. Wir erleben viel-

mehr eine Redimensionierung auf das Niveau von 2006.

Damit sei keineswegs gesagt, dass die Inflation kein Thema ist. Jeder hält derzeit ein wachsames Auge auf mögliche Anzeichen. Nicht einmal der unübersehbare Nachfrageüberhang bei den Rohstoffen und der Energie ist derzeit ein grosses Thema. Wenn die Länder mit dem Willen zur Energieeffizienz und der Substitution des Heizöls ernst machen, muss es auch kein Thema werden, sofern sich die Preise geordnet entwickeln.

Dass wir eine Phase langfristig rekordtiefer Zinsen erleben, ist also alles andere als ausgeschlossen. Notenbankpräsidenten gleichen heute mehr denn je Marathonläufern auf dem Drahtseil. Ausdauer und ein gut entwickelter Gleichgewichtssinn sind unerlässlich.

Die Phase einer weiteren Aufblähung des öffentlichen Dienstes ist vorbei.

WENN DIE AUTORITÄT DIE ARGUMENTE ERSETZT

Das Inspektorat der alten, grossen, stolzen Kreditanstalt (SKA) beschäftigte sich 1979 nach dem Chiasso-Skandal eingehend mit der Frage: Wie konnte das nur passieren? Es stellte sich heraus, dass auf der Kompetenzebene das Wissen für lagegerechtes Handeln vorlag und dass es eingespeist worden war in die Hierarchie. Es stellte sich weiter heraus, dass es unmöglich war, die Besprechungen der Geschäftsleitung widerspruchsfrei zu rekonstruieren. Bis zur Aufarbeitung des Chiasso-Skandals pflegte die SKA ihre Geschäftsleitungssitzungen nicht zu protokollieren. Schon deshalb denkwürdig, weil die 1894 mit Hilfe der SKA gegründete Banca Commerciale Italiana (BCI) seit ihrer Gründung die Protokollpflicht kannte.

Was dazwischen lag, kann sich jeder denken, der eine Vorstellung davon hat, wie sich Vorlagen auf dem Weg durch die Hierarchie an die vermeintliche Erwartungshaltung der Entscheidungsträger anpassen. Das klassische Wort der Sektionschefs und Middlemanager: «So können Sie das schlecht vorlegen!»

Die Einsicht des SKA-Inspektorats aus dem Chiasso-Skandal war der kritische Mitarbeiter. Die Realität heute ist jedoch die volontierende Leibeigenschaft. Die gegenwärtigen Strukturen fördern die Favorisierung schweigender Mitarbeiter. Die Spitzen strukturieren sich im allgemeinen so, dass unangenehme Nachrichten sie tunlichst nicht erreichen. Entsprechend werden die Kabinette oder «Chairman's Offices» besetzt. Ihre erste Aufgabe ist in der Praxis das «Pampfern», das Erhalten der Wohlbefindlichkeit des Chefs. Entsprechend verhalten sich die nachfolgenden Management-Ebenen.

Solche dem mehrheitsmenschlichen Charakter offensichtlich angenehme Strukturen und Verhaltensweisen aufzubrechen, bedingt in der Praxis eine dramatische Krisensi-

tuation und Führungspersonen, die neben intellektueller Überlegenheit auch genügend Charakterfestigkeit mitbringen, um sich vom Apparat nicht einwickeln zu lassen, wie es etwa die Swissair-Bürokratie mit ihren letzten Chefs erfolgreich durchexerzierte. De Gaulle warnte gelegentlich seine Minister davor, die Macht mit den Insignien der Macht zu verwechseln.

Ein bemerkenswertes Gegenbeispiel gibt derzeit der Fiat- und Chrysler-CEO Sergio Marchionne. Der studierte Jurist stellte den Fiat-Konzern neu auf, indem er die Hierarchien radikal eindampfte und für einen möglichst grossen Mitar-

Wenn die Vorlagen auf die vermeintlichen Erwartungshaltung abgestimmt werden...

beiterkreis direkt erreichbar ist. In diesen flachen Hierarchien ist kein Platz für die Zwischenstufen der Umformer und deren Vorstellungen einer vermeintlichen Erwartungshaltung. Es zählen harte Argumente. Was wiederum eine hierarchische Spitze voraussetzt, die bereit ist, Argumente zu akzeptieren, statt sich damit durchzusetzen, dass sie das Argument sei.

Brechen mit dem Generationenwechsel bessere Zeiten an? Ist es wirklich so, dass die «Ich»-Generation der «Wir»-Generation weicht, wie Sozio-Beobachter mit Blick auf die Generation Y (15-32 Jahre) behaupten? Sicher ist nur, was Rolf Soiron, der Holcim-VR-Präsident, unlängst festhielt: «Leider ist wirklich originelles, selbständiges und nachhaltiges Denken nicht etwas, für das uns die Nachkommen besonders loben werden.»

INFIDAR

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

Markus A. Auer, Roger Dicech, Urs Eilingler, Hanspeter Grombach, Alex Hacker

Gerard Hofmann, Patricia Kopp Schaub, Franz Kuster, Philipp Matter, Claudia M. Selim