

# INFIDAR TOPICS

STRATEGISCHE GEDANKEN / WINTER 2010/11

**Liebe Leserinnen und Leser,**

Während sich die Märkte in den Sommermonaten vor der Aussicht auf eine drückende Deflation fürchteten, schwenkten sie im Herbst auf die Erwartung einer Inflation um. Die Entscheidung der amerikanischen Notenbank, mit gezielten Anleihekäufen die Zinsen auch am langen Ende unten zu halten, wurde zunächst heftig kritisiert. Nach und nach sind auch besonnene Stimmen zu hören, die dem Entscheid auch gute Seiten abgewinnen können, auf jeden Fall aber keine allzu negativen Nebenwirkungen erwarten. In der Praxis haben die Amerikaner keine attraktive Alternative, um mit den Folgen der Hypothekenkrise fertig zu werden und im Kampf um Arbeitsplätze in der verarbeitenden Industrie wieder konkurrenzfähig zu werden.

Die akademische Lehrmeinung sieht mit Schrecken das Inflationspotential, die Aktienmärkte dagegen die Kurschancen. Seit die Diskussionen um das «Quantitative Easing» angefangen haben, zogen die Märkte um 10 Prozent an.

Dem Aussenwert des US-Dollars waren die Massnahmen der Notenbank dagegen nicht bekömmlich. Daraus den Willen zu einem Währungskrieg abzuleiten, ist aber sicher übertrieben. Andernfalls müsste man auch die deutschen Manöver im Umfeld der Stabilisierungsbemühungen der EU-Randstaaten als gezielte Massnahmen zur Schwächung des Euro-Aussenwertes deuten. Gegen die ausdrückliche Warnung des EZB-Präsidenten den Plan zu präsentieren, die Obligationen gläubiger künftig im Regen stehen zu lassen, war eine Steilvorlage zum Short-Selling des Euro und der Staatsanleihen aus den Ländern der Peripherie. Die Marktakteure haben sie umgehend genutzt.



**Markus A. Auer**  
Managing Director Infidar

Die Einsicht, dass mit solchen Projekten niemandem gedient ist, wird nicht so schnell zu vermitteln sein. Damit steigen die Aussichten, dass sich die Phase exzessiver Wechselkursschwankungen weiterhin und womöglich noch verschärft fortsetzt. Auf lange Sicht bleibt der Schweizer Franken aber stark.

Für Aktien stehen die Zeichen günstig. Bei den Obligationen wird dagegen die Luft langsam dünn. Derzeit sieht es ganz danach aus, als würden die Investoren demnächst in erkennbarem Masse umschichten. November bis März 2011 könnte angesichts der reichlichen Liquidität die beste Periode sein.

Daneben spricht viel für Investitionen in Rohstoffe. Bei Industriemetallen wie Kupfer, Blei und Nickel sowie bei den Agrarrohstoffen besteht bereits jetzt ein Nachfrageüberhang. Mit anziehender Konjunktur dürfte er sich verschärfen.

Vielfersprechend bleiben auch Gold und Silber. Sie immunisieren zuverlässig bei Währungsschwächen, Inflation und Überschuldung. Deshalb auch die ungebrochene Nachfrage der Investoren.

Im Anlagesegment der Aktien behalten wir die Übergewichtung der Emerging Markets bei. Für diese Regionen spricht das starke Wachstum. Aussichtsreich sind weiter Unternehmen, die stark in die Emerging Markets exportieren. Dazu

---

## Im Segment der Emerging Markets entwickeln sich die Frontier Markets zu einer eigenen Anlageregion.

---

gehören die renommierten Automobilhersteller und Luxusgüterproduzenten, die Baustoffspezialisten und die Hersteller von Industriegütern. Wir bevorzugen in Europa und den USA weiter grosskapitalisierte Titel (Large caps) mit stabil hohen Dividenden.

Im Segment der Emerging Markets entwickeln sich die sogenannten Frontier Markets, die in der allgemeinen Entwicklung noch etwas zurückliegen, vielversprechend. Für diese Märkte spricht ihr wachsender Anteil an der Weltbevölkerung und ihr überdurchschnittliches Wachstum, das noch in der Frühphase steckt.

Insgesamt sind wir verhalten zuversichtlich und überzeugt, dass ein aktives Management die beste Gewähr bietet, eine vernünftige Performance zu erzielen.

Ihnen darf ich im Namen aller Infidar-PartnerInnen und Mitarbeitenden ganz herzlich für das Vertrauen danken, das Sie uns weiterhin entgegengebracht haben. Ihnen und Ihren Angehörigen wünschen wir von ganzem Herzen frohe Festtage und alles Gute für das kommende Jahr!

# MÄRKTE, VERMÖGEN UND VERWALTUNG

**Akademische Theorie will, dass Märkte immer effizient sind und jederzeit die Lage der Wirtschaft abbilden. In der Praxis ist jedoch unübersehbar, dass die Märkte phasenweise gewaltig übertreiben. Je nach Zyklus mit nervenzehrenden Konsequenzen für die Anleger. Im Rückblick zeigt sich, dass eine umsichtige Verwaltung wirklich hilfreich war, die Vermögenssubstanz zu erhalten. Und wie wichtig die Wahl des richtigen Standorts ist.**

Der Nationalökonom Eugene Fama postulierte im Jahre 1970 seine berühmt gewordene Theorie der effizienten Märkte. Fama, damals knappe 32 Jahre alt, ging davon aus, dass alle Marktteilnehmer – Käufer wie Verkäufer – rational und mit identischem Wissensstand handeln würden. Die Finanzmärkte würden also laufend alle vorhandenen Informationen in die Preisbildung einbeziehen. Deshalb sei niemand in der Lage, auf Dauer überdurchschnittliche Gewinne zu erzielen.

Nach den heftigen Börsenstürmen der letzten Jahre wissen jedoch viele Marktteilnehmer, dass sie durchaus in der Lage waren, überdurchschnittliche Verluste zu erzielen. Allen voran die Versicherungen. Sie reduzierten in der Folge massiv die Aktienquote in ihren Portefeuilles und halten heute nur noch winzige Positionen.

Nun sind die Versicherer nicht einfach nur die Opfer der wackligen Grundlagen wissenschaftlicher Theorien. Sie sind

---

**Märkte sind auf lange Sicht sicher effizient. Das hindert sie aber nicht, kurzfristig kräftig zu übertreiben.**

---

in erster Linie das Opfer der spät gereiften Erkenntnis, dass die heutigen Rechnungslegungsregeln und der Druck der Quartalsberichterstattungen Investitionen in phasenweise stark schwankende Anlagekategorien weitgehend ausschliessen. Die Folge: Den Märkten fehlt heute eine wichtige Investorengruppe; und gleichzeitig notieren die grossen Versicherungstitel weit unter den vor 2001 erreichten Ständen. Die grossen Vier in Europa – Zürich, Generali, Axa und Allianz – haben alle rund zwei Drittel ihres Wertes eingebüsst.

Wie so viele Theorien und Modelle in der Nationalökonomie leidet die der effizienten Märkte unter instabilen Voraussetzungen. Marktteilnehmer sind keineswegs immer rational.

Bisweilen überlassen sie sich nackter Panik. Wobei es wieder durchaus rational sein kann, sich der Panik nicht entgegenzustellen, sondern mit dem Strom zu schwimmen.

Wacklig ist auch die Annahme, dass der Preis das Ergebnis aller erreichbaren Informationen ist. Gerade die Panik verleitet dazu, nicht mehr alle Informationen zu verwerten. Das Ergebnis sind gewaltige Marktverzerrungen und eine hohe Volatilität als unmittelbarer Ausdruck der allgemeinen Nervosität der Marktteilnehmer. Insofern sind Märkte phasenweise durchaus Zerrspiegel der Wirtschaftslage. Sie integrieren eben auch die Befürchtungen und Erwartungen. Märkte sind auf

---

**Kompetenz und das Wissen um den Vermögenserhalt sind in der Schweiz am besten entwickelt.**

---

lange Sicht sicher effizient. Das hindert sie aber keineswegs daran, zeitweise auch kräftig zu übertreiben. Gerade in Phasen überschäumender Euphorie wie in solchen abgrundtiefer Depression ist es jedoch wichtig, das Friedrich dem Grossen zugeschriebene Wort zu beherzigen, dass es nie so gut kommt wie erhofft, aber auch nie so schlimm wie befürchtet.

Die professionelle Vermögensverwaltung der letzten 20 Jahre hat diese Einsicht intensiv durchlebt. Heute kann sie aus diesen Erfahrungen ihre existentielle Berechtigung ableiten. Wer beizeiten erfahrenen Rat in Anspruch nahm, statt sich akademischen Effizienztheorien hinzugeben und sich unbegleitet den Marktspekulationen auszusetzen, hat sich viel Ungemach erspart. Nicht zuletzt das deprimierende Erlebnis, sich in der tiefsten Baisse doch noch von der allgemeinen Panik anstecken zu lassen und auf dem Tief zu verscherbeln, was in der Hausse zu Spitzenpreisen erworben worden war. «If you panic, panic first», heisst es eben nicht zufällig.

Die begleitete Vermögensverwaltung war weiter hilfreich, um sich von der Konzentration auf den Heimmarkt zu lösen und den Horizont auf neue Märkte auszurichten. Die letzten zehn Jahre haben eben auch gewaltige Verschiebungen in der Weltwirtschaft mit sich gebracht. Die Emerging Markets haben sich in diesem Zeitraum auch für den Obligationen-Investor denkbar vielversprechend entwickelt; und ein Ende dieser von Währungsaufwertungen und einem Aufbau geordneter nationaler Märkte getriebenen Entwicklung ist keineswegs abzusehen. Sich auf diesen Märkten mit den



richtigen Instrumenten in den für das Portfolio angemessenen Proportionen zu engagieren, ist sicher keine okkulte Wissenschaft, bedingt aber doch mehr Zeit, Wissen und eben Erfahrung, als ein beruflich, sozial, kulturell gut beschäftigter Anleger aufbringen kann.

Bewährt hat sich in den Krisenjahren auch eindeutig, das Geld in der Schweiz verwalten zu lassen. Kompetenz und das Wissen um den Vermögenserhalt sind zwischen Bodensee und Genfersee am besten entwickelt. Der Franken selber bewährte sich – einmal mehr – als sicherer Hafen und praktische Alternative zum Gold. Nur schon der Franken gibt dem Schweizer Finanzplatz eine Sonderstellung. Die Eurokrise im Frühjahr dieses Jahres hat mit einer gewissen Brutalität demonstriert, dass es schon einen Unterschied macht, ob ein Land seine Finanzen im Griff hat und ob im Ernstfall die Solidarität zwischen finanzstarken und hilfsbedürftigen Gliedstaaten spielt oder eben nicht. Die Schweiz lässt keinen Zweifel aufkommen, dass einer ihrer Gliedstaaten nicht gut sein könne für eingegangene Verpflichtungen. Dieses Gegenparteienrisiko – auch indirekt auf der Währungsseite – ausgeschaltet zu haben, gibt dem Land heute im Wettbewerb mit Finanzplätzen wie London oder etwa Frankfurt einen strukturellen Vorteil. Die überschaubare Grösse des Finanzplatzes zwingt seit Jahrhunderten dazu, international Anlagemöglichkeiten auszuspähen. Auch diesen Erfahrungsvorsprung beim Kapitalexport mit seinem einmaligen Savoir-faire können andere Finanzmärkte mit ihren unbestrittenen lokalen Stärken nicht kompensieren. Es mag in gewisser Weise ungerecht sein. Aber Gerechtigkeit ist an den Finanzmärkten keine gefragte Tugend.

Tatsache ist, dass Genf und Zürich mit ihren alten Handelsverbindungen nach Asien und Südamerika die Ausbildung der

Emerging Markets sehr früh wahrgenommen und für ihre Anleger erkennbare Gewinne erwirtschaftet haben.

Wenn es eine Schwäche gab in den vergangenen Jahren, dann war es die gelegentlich zu beobachtende Neigung, sich geistig aus dem Franken zu verabschieden. Der Glaube an die effizienten Märkte verführte dazu, die Bedeutung der Frankenpositionen in einem Portefeuille zu unterschätzen. Die Märkte haben die von ihnen Verführten klar bestraft. Die quasi natürlichen Finanzplatzvorteile der Eidgenossenschaft mit ihren immens stabilen politischen und wirtschaftlichen Verhältnissen provozierten in jüngster Zeit einen massiven politischen Druck. Dass er – koordiniert durch die OECD und die EU – auch noch konzentriert erfolgte, erleichterte der

Landesregierung den Schutz der nationalen Interessen sicher nicht. Am Ende schaffte sie es mit der landesüblichen Zähigkeit, das Vertrauen der internationalen Anlegergemeinschaft nicht zu enttäuschen.

---

### Gerechtigkeit ist an den Finanzmärkten keine gefragte Tugend.

---

Ganz ohne Konzessionen an die geldhungrigen EU-Staaten ging es freilich nicht ab. Wie hoch das Ausmass sein wird, wird sich zeigen, wenn die Ausführungsbestimmungen vorliegen. Für die Betroffenen bieten die neuen Abkommen immerhin den Vorteil, dass die generationenübergreifenden Dispositionen einfacher werden. Im übrigen wird auch zu prüfen sein, inwieweit sich eine Verlegung des Steuersitzes aufdrängt. Diese Entwicklung findet schon statt. Wohlhabende Franzosen gehen seit einigen Jahren vermehrt dazu über, sich in Brüssel niederzulassen. Mit Ausnahme der Besteuerung der Arbeitseinkommen ist Belgien ein fiskalisch attraktiver Standort. Es gibt noch eine Reihe anderer attraktiver Alternativen, die eine sorgfältige Prüfung lohnen. Insofern sind eine Schweizer Depotstelle und Vermögensverwaltung nur der stabile Kern einer sorgsam geplanten Disposition.

# AUSSICHT AUF EINE JUGEND OHNE ZEITUNG

Die Presse hat alle Aussichten, ein indirekter, aber dauerhafter Verlierer der grossen Finanzkrise von 2007/2008 zu werden. Die Werbeeinnahmen brachen radikal weg, und es ist nicht absehbar, dass sie diese Einnahmeverluste je wieder aufholen wird. Das wichtige Kleinanzeigengeschäft – Wohnungen, Liegenschaften, Autos, Hausrat – haben die elektronischen Marktplätze an sich gerissen. Plattformen wie Homegate, Scout 24 oder auch Ricardo leisten heute viel günstiger und mit grösserer Markttransparenz, was früher ein Privileg der Presse war. Auch die Markenwerbung wiederum späht zunehmend Alternativen im Internet aus, um sich möglichst zielgenau an die erhoffte Kundschaft zu richten.

Gleichzeitig muss die Presse zusehen, wie ihr zunehmend der Nachwuchs abhanden kommt. Während bisher ein erwachsenes Publikum das Internet entdeckte, ist nunmehr eine derzeit noch in den Kinderschuhen steckende Generation zu beobachten, die ausschliesslich mit elektronischem Spielzeug und dem Computer in der Primarschule aufwächst. Diese sogenannten Digital Kids wissen gar nicht, was eine Zeitung ist, falls die Eltern sie nicht abonniert haben. Sie wissen ebensowenig, dass es am Kiosk keineswegs nur Kaugummi und Schleckstengel gibt.

Sie sind weiter daran gewöhnt, unentwegt nach einer Gratisquelle Ausschau zu halten. Wer unentgeltlich mit Skype telefoniert und daran gewöhnt ist, dass sich immer ein Anbieter findet, der dem Nutzer seine Leistungen nicht verrechnet, fahndet im Internet unentwegt nach Bezugsquellen ohne Fakturierung. Wir sind weit entfernt von den kulturkritischen Bemerkungen eines John Ruskin (1810–1900): «There is scarcely anything in the world that some man cannot make a little worse, and sell a little more cheaply. The person who buys on price alone is this man's lawful prey.»

Der Jugend den Vorwurf zu machen, dass sie anreizkonform reagiert, ist zwecklos. Die Träger dieser Anreize sind in einer anderen Generation zu suchen. Zu fragen ist vielmehr: Wie ist diese Jugend zu erreichen, wenn sie keine Zeitung liest und die klassischen Kommunikationskanäle ignoriert?

Und welche Konsequenzen hat das für den politischen Wettbewerb? Selbst wenn die Jugend weiter Zeitung liest, etwa via iPad oder andere Instrumente der digitalen Lektüre, ist unübersehbar, dass der Wettbewerb um weniger Stimmen intensiver wird. In der Schweiz ebenso wie anderen Ländern Europas. Wie lässt sich also das Stimmvolk erreichen, wenn die Presse nicht mehr die Substanz hat, jene Orientierung zu vermitteln, welche die Demokratie bisher begleitet hat?

Die Antworten sind keineswegs klar. Klar ist einzig, dass die Presse gar nicht mehr die Substanz hat, sich Aufgaben aufzulasten, die kommerziell nicht unmittelbar aussichtsreich sind. Klar ist weiter, dass auch die Fernsehanstalten heute grösste Überlebensprobleme und damit gar nicht mehr die Kraft haben, einen Beitrag zur politischen Aufklärung zu leisten. Wie wird es um die Vermittlung der politischen Leistungen bestellt sein, wenn der Wettbewerb um den schrumpfenden Platz der Medien schärfer wird? Wenn alle darum buhlen, ein paar Zeilen zu finden im Nachrichtenstrom, der sich aufs Mobiltelefon entlädt oder auf den iPad. Es bedarf keiner besonderen Phantasie, um sich auszumalen, dass die Sitten noch etwas rauer werden. Und dass Personalisierung sowie Emotionalisierung noch etwas intensiver werden. Phänomene wie Tele-Blocher als persönlicher Internet-TV-Kanal werden aller Wahrscheinlichkeit nach erst der Anfang sein. Wobei eben Tele-Blocher wiederum in aller Deutlichkeit zeigt, dass das Interesse des Publikums keineswegs an den individuellen Sex-Appeal gebunden ist – es setzt einzig eine gewisse Bekanntheit voraus. Alles andere ist politisches Handwerk, mithin die Fähigkeit, sich in mehrheitsfähiger Klarheit zu artikulieren. In gewisser Weise fände also das politische Geschäft mit den Digital Kids wieder zu seinen Anfängen zurück, die – etwa im alten Rom – keine Presse kannten. Es blieb vielmehr der Findigkeit der Kandidaten überlassen, unmittelbar zu ihrer Wählermehrheit zu finden. Was dazumal einen Cäsar dazu animierte, seinem Widersacher einen Kübel Mist über den Kopf schütten zu lassen. Vielleicht haben wir das alles wieder vor uns.

---

## INFIDAR

VERMÖGENSBERATUNG – SEIT 1954

Georges Gagnebin, Markus Gonseth, Alois Reidhaar, Werner Reist, Jörg Meier, Birgitta K. Hassler  
Markus A. Auer, Roger Dicech, Urs Eilinger, Ernst Gylfe, Hanspeter Grombach, Alex Hacker  
Gerard Hofmann, Patricia Kopp Schaub, Franz Kuster, Philipp Matter, Claudia M. Selim, Steven Jan Stroband

INFIDAR VERMÖGENSBERATUNG AG NÜSCHELERSTRASSE 30 8022 ZÜRICH T +41 (0)44 225 61 61 F +41 (0)44 225 61 88 WWW.INFIDAR.CH

---

WIR KULTIVIEREN IHR VERMÖGEN.