

# INFIDAR TOPICS

STRATEGISCHE GEDANKEN WINTER 2011

Liebe Leserinnen und Leser,

Seit bald zwei Jahren holpert sich Europa durch seine Schuldenkrise und verschärft sie noch zusätzlich mit undurchdachten Massnahmen. Dass die Banken verpflichtet wurden, die Staatsanleihen in ihren Beständen zu Marktkursen zu bewerten, führte zu einem Ausverkauf italienischer und teilweise auch spanischer Obligationen. Statt der ersehnten Stabilität steigert sich nur die Volatilität. Staaten und Banken müssen sich in den kommenden Jahren in Billionenhöhe refinanzieren, sind aber weitgehend stigmatisiert. Mittlerweile bangen selbst Frankreich und Österreich um ihren Status als erstklassige Schuldner (AAA). Sobald die Finanzmärkte einmal Deutschland ernsthaft beäugen, wird man sich auch Gedanken über dessen Schuldnerqualität machen.

Die Schuldenkrise wächst sich zu einer politischen Krise aus. Sie verschleisst die Politiker, die 40 Jahre lang daran gewöhnt waren, mit Zusatzausgaben Stimmen zu kaufen. Eine neue Politikergeneration, die auf die Einsicht der Wähler baut und ihnen auch unangenehme Wahrheiten zumutet, ist höchstens in Umrissen erkennbar. Die Verteidigungskämpfe um die Besitzstandswahrung werden zäh sein.

Dass sich die Regierungen allgemein schwer damit tun, die Lage zu akzeptieren und energisch zu reagieren, wirkt sicher nicht vertrauensfördernd. Der «freiwillige» Schuldenschnitt, der Griechenland verordnet wird, führte nur dazu, dass Italien unter Druck geriet. Ob die Krise bewältigt wird, hängt derzeit einzig von der Apenninenhalbinsel ab. Schafft Rom es nicht, das Vertrauen wieder herzustellen, ist mit einer Bankenkrise und einer wilden Flucht aus allen Anlagen mit Restrisiko zu rechnen.

Tröstlich stimmt in diesem Umfeld einzig, dass die grossen Konzerne (Blue Chips) durchwegs gut geführt sind. Sie haben sich beizeiten auf eine Rezession eingestellt, verfügen über grosse Barmittel und können auch längere Durststrecken durchstehen, ohne den Aktionären Dividendenkürzungen zumuten zu müssen.

In Europa sieht es für 2012 derzeit nach einem leichten Wachstum im

Norden und einer Rezession im Süden aus. Die USA scheinen ein Abgleiten in eine Rezession vermeiden zu können.

Lichtblick bleiben die Emerging Markets mit Wachstumsaussichten von 5%. Für China rechnen die Experten sogar mit 7-10%.

Die Leitzinsen der Nationalbanken dürften aller Wahrscheinlichkeit nach bis 2013 tief bleiben. Die üppige Geldversorgung sollte auch den Aktienmärkten zugute kommen.

Der Franken ist deutlich überbewertet. Die Nationalbank will insbesondere den Unterkurs zum Euro anheben. Sofern die Schuldenkrise in Europa in geordnete Bahnen gelangt, dürften die grösseren Währungsrisiken beim Dollar liegen.

Angesichts der unsicheren Zeiten und der tendenziell anziehenden Inflation bleibt Gold eine interessante Anlagekategorie, zumal nicht damit zu rechnen ist, dass die starke physische Nachfrage in Indien und China abflaut. Von daher sollten rückläufige Notierungen bei einer Erholung der Aktienmärkte nur kurzfristig zu beobachten sein. Für Silber sind die Aussichten ebenfalls günstig.

---

**Schafft Rom es nicht, das Vertrauen wieder herzustellen, ist mit einer wilden Flucht zu rechnen.**

---

Bei der Aktienausswahl sehen wir keinen Grund für regionale Schwerpunkte, ausser dass für nordamerikanische Titel die starken Bilanzen sprechen. Unter den Sektoren bevorzugen wir die Konsum- und Pharmatitel, unter den zyklischen Werten solche, die stark auf Asien ausgerichtet sind, insbesondere die Hersteller von Luxusgütern. Banken und Versicherungen bleiben dagegen untergewichtet.

Insgesamt sind die Anleger äusserst risikoscheu. Sie sitzen derzeit lieber auf ihrem Bargeld und warten, bis sich die Lage klärt.

Bei den Obligationen sind kurze Laufzeiten und erstklassige Schuldner zu bevorzugen. Wandelanleihen, hochverzinsliche Titel und Anleihen aus den Emerging Markets behalten ihren Reiz als Ergänzung.

Rohstoffe bleiben weiterhin eine vielversprechende Anlagekategorie, auch wenn sich die Weltkonjunktur derzeit abschwächt. Nur schon, weil die Nachfrage aus China nach Rohöl, Industriemetallen und Agrarrohstoffen ungebrochen ist und die Lagerbestände derzeit niedrig sind.



**Alex Hacker**  
Executive Director

# WENN SICHERE ERTRÄGE NICHT MEHR SO SICHER SIND

**Die virulente Finanzkrise steigert das Bedürfnis nach sicheren Anlagen. Oder doch zumindest solche mit einem vertretbaren Restrisiko. Staatsanleihen scheiden weitgehend aus, seit ein Staatsbankrott in Europa nicht mehr auszuschliessen ist. Damit bleibt im Segment der festverzinslichen Titel als Anlagemöglichkeit im wesentlichen nur das Spektrum der Unternehmensanleihen.**

Spätestens seit im August die franko-belgische Dexia die Waffen streckte, fühlen sich die Anleger unliebsam an die Lehman-Brothers-Pleite im Herbst 2008 erinnert. Das grosse Durcheinander in Griechenland – und ein Stück weit auch in Italien – verdarb den Investoren vollends die Laune. Angesichts der mehr als volatilen Aktienmärkte fragen sie sich, wie man in den nächsten drei Jahren überhaupt noch Geld verdienen kann, ohne schlecht zu schlafen. Wie in diesem garstigen Umfeld das Kapital erhalten und eine Rendite erwirtschaften, welche wenigstens die Inflationsrate und die Bewirtschaftungsspesen deckt?

Die Anleger fragen sich weiter, was die Noten der Bewertungsagenturen wert sind, wenn ein Land innert 15 Monaten vom Status A auf Ramschniveau herabsinken kann. Bei Lehman Brothers und den isländischen Banken purzelten die Bewertungen noch schneller. Waren die Titel ursprünglich wirklich so solide, wie die erteilte Note suggerierte?

Die Anleger sehen nicht zuletzt mit Schrecken, dass die Zinsrisikokurve derzeit auf dem Kopf steht. Bis zur Krise galten Regierungsanleihen (in Europa) als äusserst solide und risikofrei. Derzeit werden jedoch etwa spanische und italienische Anleihen auf dem Niveau eines schwachbrüstigen Konzerns in einer strukturschwachen Branche gehandelt. Womit sie in der Anlage-Kategorie der hochverzinslichen Anleihen mit spekulativem Charakter angelangt wären. Dabei ist es in gewisser Weise durchaus spannend mitzuerleben, dass ein Staat derzeit sehr viel schneller kapituliert als Unternehmungen. In Irland dauerte es ein paar Wochen, bis sich die Euro-Partner genötigt sahen, einen Rettungsring zu werfen. Unternehmungen – man denke etwa an den Pneufabrikanten Continental oder den Autohersteller Fiat – verkraften dagegen auch längere, womöglich sogar lange Phasen mit hohen Kapitalmarktzinsen. Wie der Fall Swissair zeigt, gibt es aber auch Gegenbeispiele. Insofern kommt es – wie so gut wie immer im Leben – auf die Führung an. Deren Qualität fliesst allenfalls sehr indirekt – wenn überhaupt – in

die Noten der Bewertungsagenturen ein. Selbst in der aktuellen Euro-Krise, einer politischen Führungskrise par excellence, geht man erst jetzt dazu über, die Umsetzungsfähigkeit – also das effektive Regieren – als Qualitätskriterium wahrzunehmen. «L'art de gouverner, comme disait Napoléon de l'art de la guerre, est tout d'exécution», erinnerte Charles de Gaulle einmal seine Minister in einer Kabinettsitzung.

Obligationen nehmen bekanntlich die Wirtschaftsentwicklung schneller vorweg als Aktien. Die aktuellen Kurse signalisieren, dass sie bereits eine kräftige Rezession einge-

---

**Erst jetzt geht man dazu über, die Umsetzungsfähigkeit einer Regierung kritisch wahrzunehmen.**

---

preist haben. Besonders unbeliebt sind die Finanztitel. Selbst Anleihen gut beleumundeter Banken wie der britischen HSBC finden nur bedingt Gnade vor den Augen der Anleger. Die HSBC-Frankenleihen notieren zurzeit unter dem Benchmark des Index. Es könnte schlimmer sein. Die in Euro denominierten Obligationen so gut wie aller Banken notieren derzeit unter pari.

Gefragt sind dagegen gut geführte Unternehmensanleihen. Industrie-Gesellschaften profitieren derzeit von einem starken Vertrauensbonus und können sich zu sensationellen Bedingungen verschulden. Lonza, ein Hersteller von Feinchemikalien, lancierte eine Frankenleihe mit einer Laufzeit von vier Jahren und einem Coupon von 2,25%. Der Titel notierte vorbörslich bei 100,40. Der Luzerner Liftkonzern Schindler schaffte sogar das Kunststück, eine 200-Millionen-Franken-Obligation über drei Jahre mit einem Zins von 0,625% aufzulegen. Ein gewaltiger Unterschied zu der 3,375% Frankenleihe der State Bank of India über fünf Jahre. Sie notiert derzeit leicht über pari (bei 100,7) und rentiert damit deutlich über drei Prozent.

Aber hinter dem vergleichsweise hohen Zins verbirgt sich ein grosser Fortschritt: Noch vor wenigen Jahren wäre eine Franken-Anleihe der State Bank of India kaum zu platzieren gewesen, auch wenn die grösste indische Bank auf eine ehrwürdige Geschichte verweisen kann. Mit der Emanzipation der Emerging Markets ändert sich die Risikowahrnehmung. Den aufstrebenden Märkten kommt zugute, dass sie bei



überschaubarer Verschuldung heute jene Wachstumsraten vorlegen, die man sich für Europa wünschte. Indien hat grosses Potential. China bleibt attraktiv, auch wenn die wirtschaftliche Dynamik nachlassen sollte.

Richtig ausgewählt sind festverzinsliche Titel derzeit ein vernünftiges Instrument, um die nächsten drei bis fünf Jahre zu überwindern. Festverzinsliche geben einem Depot eine klare Einkommenserwartung. Anleger unterschätzen bei ihren Investitionsentscheidungen gerne die Bedeutung des Coupons. Kursgewinn und aufgelaufener Marchzins kombiniert können im Euro-Segment bei richtigem Timing zu ansehnlichen Renditen führen. Beispiele sind etwa die 6% Barry Callebaut Anleihe bis Juli 2017 oder die 4,875% Pernod-Ricard bis März 2016. Beide Titel gelten als spekulativ, finden im Markt aber Wohlwollen.

Allgemein gilt, dass sogenannte High-Yield-Titel nicht blind zu empfehlen sind. Sie verlangen eine genauere Vorstellung vom Geschäftsmodell der Emittenten. Eine Heidelberg Cement lebt notorisch mit einer schwachen Bewertung und – selbst für einen Baustofffabrikanten – hohen Kapitalbeschaffungskosten. Auf der anderen Seite steuern Staatsaufträge 60 Prozent zum Geschäftsumsatz bei. Damit wird das Risiko wieder überschaubar, zumal Heidelberg Cement kaum in Südeuropa exponiert ist. Bei den Anleihen dieses Emittenten verdient der Anleger kräftig am Coupon.

Angesichts der Rezessionsorgen werden viele Anleger jedoch Wert legen auf Emittenten aus konjunkturresistenten Branchen. Dazu zählen neben der Chemie (BASF, Bayer, Sanofi, L'Air Liquide) auch die Hersteller gehobener Konsumgüter, die sogenannte Luxusgüterindustrie mit Konzernen wie LVMH, PPR, Richemont oder etwa Swatch. Diese Konzerne haben alle kein Problem, an den Kapitalmärkten frisches Geld aufzunehmen. Bei den etablierten Energiekonzernen wie E.ON, RWE, EDF, ENEL oder etwa GDF Suez geht

auch niemand davon aus, dass sie eines Tages ernsthaft in Zahlungsschwierigkeiten geraten könnten.

Eine Staffelung der Laufzeiten ist ein weiteres Mittel, um in einem Portefeuille Risiko und Ertrag zu optimieren. Unter Berücksichtigung des auflaufenden Marchzins ergeben sich selbst bei kurzen Restlaufzeiten noch erkennbare Erträge. Sofern die Fälligkeiten entsprechend gestaffelt sind, kann ein Obligationenportefeuille im Extremfall den Charakter eines Geldmarktfonds annehmen. Gegenüber dem Bargeld auf dem Konto haben alle Direktanlagen den Vorteil, keinen Bestandteil der Bankbilanz zu bilden. Das investierte Geld bleibt immer verfügbar.

Wer sich nicht mit Einzeltiteln abgeben möchte, möglicherweise auch zurückzuckt angesichts der vielfach üblich gewordenen Mindestgrößen von 50'000 oder 100'000 Euro pro Titel, gleichzeitig aber einer Fondslösung nicht viel abgewinnen kann, findet eine Alternative in aktiv verwalteten

### Eine Alternative zu Einzeltiteln sind aktiv verwaltete Zertifikate (AMC) auf Obligationen.

Zertifikaten (Actively Managed Certificates, AMC) auf Obligationen.

Wie bei allen Zertifikaten ist auch bei den AMCs zu berücksichtigen, dass sie als Schuldscheine ein Emittentenrisiko bergen. Dafür liegen die Spesen unter den üblichen Fondsfees.

Infidar legte zusammen mit Julius Bär im April einen Bond-Basket auf (ISIN: CH0126215133). Das AMC kennt keine Verfallszeit, kann täglich die Positionen ändern, aber nicht mehr als 75 mal pro Jahr und führt im allgemeinen zwischen 20 und 30 Titel. Im Maximum dürfen es 40 sein. Das Zertifikat konzentriert sich auf Investmentgrade-Bonds (mindestens BBB-), darf aber bis zu 20 Prozent Anleihen mit schwächerer Bewertung berücksichtigen. Bei den Anleihen sind so gut wie alle Spielarten erlaubt, selbst Contingent Convertibles, also Obligationen mit einer Zwangswandlungsklausel. Die maximale Positionsgrösse pro Titel liegt bei 8%. Im aktuellen Umfeld ein attraktives Instrument.

Infidar legte zusammen mit Julius Bär im April einen Bond-Basket auf (ISIN: CH0126215133). Das AMC kennt keine Verfallszeit, kann täglich die Positionen ändern, aber nicht mehr als 75 mal pro Jahr und führt im allgemeinen zwischen 20 und 30 Titel. Im Maximum dürfen es 40 sein. Das Zertifikat konzentriert sich auf Investmentgrade-Bonds (mindestens BBB-), darf aber bis zu 20 Prozent Anleihen mit schwächerer Bewertung berücksichtigen. Bei den Anleihen sind so gut wie alle Spielarten erlaubt, selbst Contingent Convertibles, also Obligationen mit einer Zwangswandlungsklausel. Die maximale Positionsgrösse pro Titel liegt bei 8%. Im aktuellen Umfeld ein attraktives Instrument.

# KEINE ZUKUNFT OHNE BUCH, ABER EINE ANDERE

Das langsame Finale der zweiten Auflage des «Lexikons für das gesamte Buchwesen» fällt zusammen mit einer existentiellen Herausforderung des Buchs. Die elektronischen Lesegeräte stellen seine Zukunft radikal in Frage. Als sich die Herausgeber des vorerst achtbändigen Lexikons 1985 an die Arbeit machten, mochten sie sich Gedanken gemacht haben über das Verblassen von Bildung und Gelehrsamkeit, aber kaum über eine elektronische Alternative zum Buch.

Nicht ganz neu ist dagegen die Vorstellung, dass das Buch am Zenit seiner Zukunft angelangt sein könnte. Evelyn Waugh schrieb 1957 seiner Schriftstellerkollegin Nancy Mitford, dem Buch bleibe die Aufgabe, zwei Irrmeinungen zu korrigieren, die mit Hollywood aufgekommen seien: «dass sich nur schöne Menschen paaren und dass die Künste nur in einer freien Gesellschaft blühen.»

Die Buchkultur steckt eben schon seit vielen Jahren in einer Regression. Wertvolle antiquarische Einbände sind nur noch ein winziges Geschäftsfeld für spezialisierte Auktoren. Antiquare beklagen neben einer mangelnden Nachfrage, dass es immer weniger gut angelegte Privatbibliotheken mit erkennbarem Sammlerswerpunkt gebe.

Höchstwahrscheinlich gibt es auch immer weniger Bibliotheken, in denen TV und Hausbar sorgsam hinter Buchrücken versteckt werden. Das bewegte Bild hat sich längst zum Designelement im modernen Living Room emanzipiert. Dass es daraus wieder verschwinden wird, ist nicht anzunehmen. «Bücher liest meine Frau», winken Männer von Welt gerne ab, wenn das Gespräch auf Literatur abzugleiten droht. Das war schon immer so und gipfelte bereits vor 100 Jahren in der Karikatur des Schwadronskommandeurs: «Ich lese keine Zeitung. Wenn's Krieg gibt, steht's im Regimentsbefehl, und alles andere interessiert mich nicht.»

Der unablässige Druck der Grosskonzerne, die ihre Geräte und Dienstleistungen vermarkten wollen, schlägt sich längst in der Schule nieder. Der Verzicht auf Schulbücher ist

keineswegs mehr unvorstellbar. In Kalifornien soll die Diskussion sehr weit fortgeschritten sein. Aber dort regierte auch ein Gouverneur, der sich als Bodybuilder durchs Leben schlug, bevor er die Politik entdeckte. In der Schweiz mit ihrer starken Buchkultur – ein Vermächtnis der Reformation – wird man sich des Risikos wohl sehr bewusst sein, das mit solch einem radikalen Schritt einherginge. Am Ende stünde im Unterricht als neues Fach der Umgang mit Büchern, Lexika und bibliographischen Hilfsmitteln. Wikipedia ist heute so gut wie jedem Primarschüler ein Begriff, die Encyclopedia Britannica dagegen keineswegs jedem Kantonsschüler.

Vom Zürcher Germanisten Emil Staiger wird berichtet, er habe eine physische Art gehabt, Bücher zu lesen. Der passionierte Hochgebirgsjäger pflegte einen Band beidhändig so aufzuschlagen, dass der Einband knackte. Diesen Effekt bringt ein iPad nicht hin. Bücher haben eben eine Seele und einen Körper. Sie haben als kommentierte Ausgaben weiter einen Anmerkungsapparat. Nehmen wir als Beispiel nur die Bände der Pléiade. Dafür gibt es ein zweites Lesezeichen. Insofern spricht der Lesekomfort für das Buch.

Ebenso Status und Verführung. Dass die Kategorie der stark illustrierten Coffee Table Books – Genre «Die schönsten Opernhäuser der Welt» oder «Oscar Night – Vanity Fair» – ausstirbt, nimmt niemand ernsthaft an. DVDs geben emotional weniger her. Das Buch hat emotionale Qualitäten, die ihm niemand nehmen kann. Es ist nicht zuletzt ein Gesprächsstoff. Auf dieser Ebene kann das iPad nicht mithalten. Das Buch ist weiter ein geduldiger Begleiter. Dabei aber stets präsent. Es wartet darauf, gelesen zu werden. Wo, spielt keine Rolle. Nicht anders das Wann. Giacomo Biffi, der Kardinal emeritus von Bologna, berichtete, dass er die Klassiker frühmorgens las, bevor er sie auslieferte. Der Vater hatte sie daheim für einen Bücherfreund gebunden, um sein mageres Salär aufzubessern. Solange wir noch Emotionen haben, wird es auch Bücher geben.

## INFIDAR

VERMÖGENSBERATUNG – SEIT 1954

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.