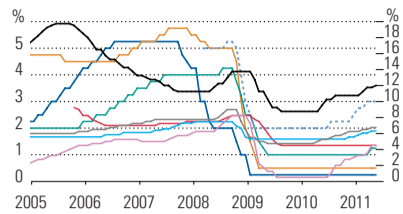
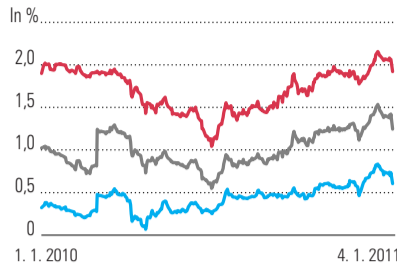


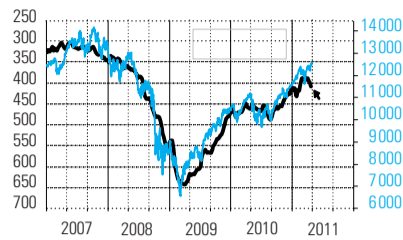
BÖRSE UND KONJUNKTUR



**Schnelle Zinserhöhungen in den Schwellenländern**  
 Linke Skala: USA, Grossbritannien, Europa, Südkorea  
 Rechte Skala: Brasilien, Mexiko, China, Indien, Chile  
 QUELLE: BANK OF AMERICA, MERRILL LYNCH NZZ-INFOGRAFIK / cke.



**Renditen von Schweizer Staatsanleihen**  
 2-jährig, 5-jährig, 10-jährig  
 QUELLE: CREDIT SUISSE NZZ-INFOGRAFIK / cke.



**Warnsignal durch Arbeitsmarktdaten**  
 Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe (in 1000; 4-Wochen-GD, invers)  
 Dow Jones (rechte Skala)  
 QUELLE: WELLENREITER-INVEST NZZ-INFOGRAFIK / cke.

**Schwellenländer haben bereits agiert**  
 sev. · Um dem steigenden Inflationsdruck entgegenzuwirken, haben die Zentralbanken einer Reihe von Schwellenländern die Leitzinsen in den vergangenen Monaten bereits kräftig erhöht. Zusätzlich zur gestrafften Geldpolitik steigen die Wechselkurse vieler grösserer Schwellenländer – speziell gegenüber dem Dollar – weiter. Die Erstarbungen wirken wie ein zweiter Kanal zur Strafung der finanziellen Bedingungen in den Emerging Markets. Ein schnelles Abdrehen der Liquiditätsversorgung hat gemäss Bank of America / Merrill Lynch in den Schwellenländern bisher häufig zu einer raschen Abflachung der Konjunktur geführt. Optimisten halten dieser Argumentation derzeit allerdings entgegen, dass die Notenbanken der Schwellenländer die «harte Arbeit» bereits weitgehend erledigt hätten und die Belastungen für die Aktienbörsen deshalb bereits klar begrenzt seien.

**Erwartete Zinserhöhungen**  
 feb. · Die Renditen von Schweizer Staatsanleihen («Eidgenossen») haben nach einem deutlichen Anstieg wieder etwas nachgegeben. Im April erreichten sie den höchsten Wert seit mehr als einem Jahr. Dabei überschritt die Rendite zehnjähriger «Eidgenossen» die Marke von 2%, die lange Zeit als wichtiger Widerstand gewirkt hatte. Für den vorübergehenden Anstieg gab es laut der Bank Credit Suisse vor allem zwei Hauptgründe. So verzeichneten die internationalen Märkte in diesem Zeitraum erstens einen Renditeanstieg. Zweitens hätten sich die Zinserwartungen mit Blick auf die Schweizerische Nationalbank (SNB) geändert. Zeitweilig seien für die nächsten vier SNB-Sitzungen sogar drei Zinserhöhungen «eingepreist» worden. Zudem sei die Schweizer Zinsstrukturkurve deutlich steiler geworden, auch im Vergleich mit der vergleichbaren Euro-Kurve.

**Negative Divergenz zum Dow Jones**  
 ra. · In den USA sind die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe (ohne den Landwirtschaftssektor) jüngst wieder gestiegen. Dies kann ein Warnsignal für die Aktienbörse sein, denn der Dow Jones und diese Arbeitsmarktzahlen (in der Grafik invers dargestellt) verlaufen relativ synchron. Eine Divergenz in der Entwicklung, wie sie derzeit zu sehen ist, gab es jedoch auch schon einmal Anfang des Jahres, als der Dow Jones trotz wieder zunehmenden Erstanträgen auf Arbeitslosenhilfe ununterbrochen bis zur dreifachen Katastrophe in Japan weiterstieg. Das Desaster im Land der aufgehenden Sonne könnte nun sogar zu der Divergenz beigetragen haben, denn durch die Verwüstungen sind bei etlichen Firmen Lieferverzögerungen entstanden, die sich am Arbeitsmarkt bemerkbar machen könnten. Der weitere Verlauf der wöchentlich erhobenen Daten wird zeigen, wohin die Reise geht.

«Corporates» im Auge des Orkans

Unternehmensanleihen als feste Stützen in einem wackeligen Anlageumfeld

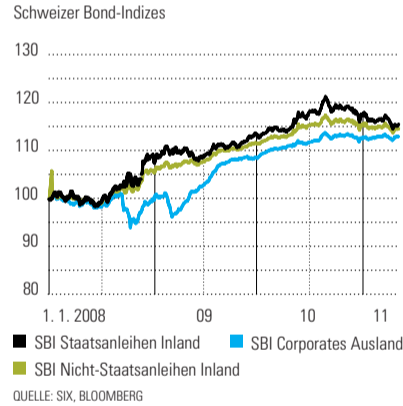
Mit steigenden Inflationserwartungen wird das Klima für Bonds-Anleger rauer. Käufer von Unternehmensanleihen können aber noch gelassen bleiben.

bet. · Es sind ungewöhnliche Zeiten für Anleiheninvestoren. Ungewöhnlich, weil auf den Anstieg der Preise kein Anstieg der Leitzinsen folgt – mit Ausnahme der Euro-Zone, in der die EZB im April den ersten Schritt zu einer restriktiveren Geldpolitik wagte. Doch noch liegt die Inflationsrate in der Währungsunion bei 2,8%. In den USA sind es 2,5% und in Grossbritannien 4,0%. Zugleich lässt dort – sowie hierzulande – die Zinswende auf sich warten. Die Gründe dafür sind verschieden, aber die anhaltende Liquiditätsschwemme fördert wiederum den Anstieg der Vermögenspreise, besonders bei den in Dollars gehandelten Assets wie Rohwaren. Das schürt Inflationsängste.

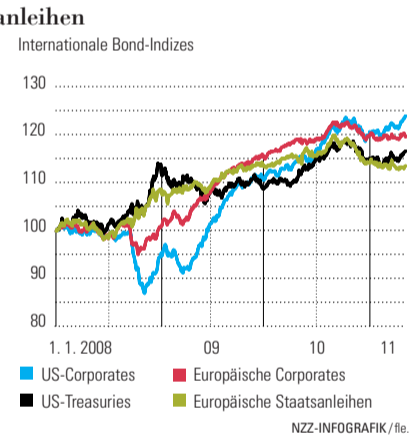
Das verzerrte Investitionsfeld bereitet Bonds-Käufern Kopfzerbrechen. Bei europäischen und amerikanischen Staatsanleihen ist seit Herbst 2010 eine Kurskorrektur zu beobachten. Angesichts der selten erreichten Höhen, in die auch Anleihen der Eidgenossenschaft zuvor gestiegen waren, kann es aus Sicht vieler Beobachter tendenziell nur nach unten gehen. Während Sachwerte wie Rohstoffe oder kurzfristig auch Aktien in einer Phase wachsender Teuerung einen gewissen Schutz bieten, erscheint der Coupon einer Obligation unattraktiver, wenn mit Zinsen oder Inflationserwartungen die durchschnittliche Markttrendite steigt. Dieser Effekt ist bei Staatsanleihen stärker zu spüren als bei Corporate Bonds (vgl. Grafik) – ein Grund, warum Unternehmensanleihen eine der wenigen Asset-Klassen sind, an denen viele Analytiker derzeit guten Gewissens festhalten.

Corporate Bonds nehmen in einem Portfolio eine Brückenfunktion ein. Sie sind unternehmensbezogen, aber nicht so risikobehaftet wie Aktien. Der feste Coupon und die Rückzahlung des Nennwerts am Verfalltag bieten relative Sicherheit im Vergleich mit den volatileren Kursschwankungen der Anteilscheine. Verzinsung und Ausfallrisiko sind in der Regel höher als bei Staatstiteln, aber die Rendite kann nicht

Unternehmensanleihen contra Staatsanleihen



QUELLE: SIX, BLOOMBERG NZZ-INFOGRAFIK / fle.



QUELLE: SIX, BLOOMBERG NZZ-INFOGRAFIK / fle.

mit jener in einer Aktienhausse mithalten. Der Anteil von Obligationen in einem Portfolio kann je nach Anlagehorizont zwischen 70% und 30% betragen (je mehr Zeit der Investor hat, desto eher lassen sich Rückschläge bei einer mehr renditeorientierten und riskanteren Strategie verkraften). Der Anteil von «Corporates» richtet sich nach demselben Kriterium und darf durchaus mehr als 50% betragen.

Die Kurse europäischer und amerikanischer Corporate Bonds sind zwar seit der Finanzkrise wieder stark gestiegen, die Risikoaufschläge für «Investment Grade»-Papiere haben sich jedoch noch nicht wieder auf Vorkrisenniveau zurückgebildet. Goldman Sachs bewertet deshalb Unternehmensanleihen kurz- und mittelfristig neutral, Staatsanleihen werden dagegen untergewichtet. Die Goldman-Analysiker denken, dass die Risikoaufschläge langsam weiter zurückgehen bzw. die Kurse anziehen. Das grössere Aufholpotenzial hätten hier nicht amerikanische, sondern europäische Bonds, die bisher von Befürchtungen um Folgen der Schuldenkrise für die Wirtschaft gebremst wurden. Diese Sorgen klingen allmählich ab, zumindest, was das Wachstum in den Euro-Kernländern betrifft.

Die Credit Suisse konstatiert in einem Kommentar, wie erstaunlich immun sich die «Corporates» zuletzt gegenüber schlechten Nachrichten gezeigt hätten. Die Experten merken aber auch an, dass unter steigenden Zinsen letztlich auch die Unternehmen leiden werden, weil sie ihr Schuldendienst mehr kostet. Die Grossbank schätzt deshalb

Papiere von Unternehmen mit soliden Fundamentaldaten als positiv ein. Dies scheint plausibel, denn die derzeit hohen Unternehmensgewinne dürften nicht für den Rest des Jahres in Stein gemeisselt sein. Ähnlich wie Goldman Sachs weist die Credit Suisse besonders auf Bonds von Finanzhäusern hin. Viele Banken haben sich nach der Krise bereits rekaptalisiert, müssen ihre Finanzkraft aber auf absehbare Zeit weiter stärken. Ferner sind besonders in Europa die Risikoaufschläge der Kreditinstitute und damit das Kurspotenzial historisch gehen noch hoch; auch in der Schweiz besteht noch Luft.

Wechselkursschwankungen ausgeklammert, hinken die Kursgewinne von Schweizer Unternehmensanleihen im internationalen Vergleich noch hinterher (vgl. Grafik). Für ein höheres Renditepotenzial des Anleihen-Portfolios ist der Gang ins Ausland deshalb verlockend. Einzelkäufe sind allerdings zeitaufwendig, ein Anlagefonds mit tiefen Gebühren oder ein börsenkotierter Indexfonds (ETF) erscheint vielversprechender. Es lohnt sich ferner, angesichts des starken Franks Produkte mit Währungsabsicherung in die Analyse einzubeziehen.

Höher rentierende Papiere aus Schwellenländern (meistens in Dollars denominated) oder Hochzinsanleihen sind allenfalls zur Beimischung geeignet. Sie bieten einen grösseren Puffer bei steigenden Renditen, gehen aber mit einem höheren Ausfallrisiko einher. Auch variabel verzinsliche Papiere, sogenannte Floater, vermögen einen steigenden Marktzins abzufedern.

MÄRKTE UND MEINUNGEN

Harte Kritik an der Fondsbranche

ra. · In der letzten Woche «schockierten» Meldungen in den Medien, die informierte Anleger nicht überraschen konnten. Danach schafft es die Mehrzahl der Fondsmanager nicht, ihre Benchmark zu schlagen. Geradezu für einen Aufschrei sorgte ein Bericht der «Financial Times». Das britische Wirtschaftsblatt zitierte in einem Text aus einem unveröffentlichten Analyse-Entwurf des IBM Institute for Business Value. In diesem soll es heissen, die überbezahlte Fondsmanagement-Branche vernichte weltweit Jahr für Jahr einen Wert in Höhe von insgesamt sage und schreibe 1300 Mrd. \$. Ein Grossteil davon entfalle auf den Anlagefonds-Sektor. Dieser Teil der Vermögensverwaltungsbranche bekomme viel zu viel Geld für den Wert, den er liefere. Privatanleger zahlten horrenden Gebühren, erhielten dafür aber kaum Gegenwert. Der umfassende Bericht zum globalen Finanzmarkt mit dem Titel «Financial Markets 2020» soll auf einer Umfrage bei mehr als 2600 Branchenmitgliedern und Regierungsvertretern in 84 Ländern fussen.

Vereinfacht gesagt, könne man von Geldverschwendung reden, so die Argumentation, weil die Mehrheit der Fondsmanager mit ihren Produkten keine höhere Rendite geliefert habe als der Markt und dafür auch noch hohe Gebühren verlange. Dieses Bild bestätigen schon lange zahlreiche seriöse wissenschaftliche Analysen. Vergangene Woche kam in Deutschland eine Untersuchung hinzu, wonach in den letzten zehn Jahren von den Managern von «Aktienfonds Deutschland» nur 43,4% die Markttrendite übertrafen. Das ist eigentlich sogar ein guter Wert, meist sind die Zahlen schlechter. Auf Sicht von 20 Jahren sinkt der Wert jedoch auf 15,4%. Die tatsächliche Zahl dürfte aufgrund von Verzerrungen wie Fondsschliessungen jedoch noch depressiver sein.

Viele der Erkenntnisse sind nicht neu. Schon allein aufgrund der Gebühren muss quasi die Mehrheit der Fondsmanager hinter der langfristigen durchschnittlichen Marktrendite zurückbleiben. Für Privatanleger ist es daher am rationalsten, mit billigen Index-nahen Fonds wie Exchange Traded Funds (ETF) die Markttrendite zu erzielen und die Kosten tief zu halten. Schliesslich wird niemand gezwungen, in teure, aktiv verwaltete Fonds zu investieren. Doch die Vertriebsleute der Fondsgesellschaften profitieren vom Unwissen der Anleger, die sich zu wenig über diese Themen informieren.

AGENDA

Konjunktur und Politik

- 9. 5. **Seco-Konsumentenvertrauen Schweiz**  
 April (E): 10 (Vormonat: 10)  
**Sentix-Investoren-Vertrauen EU**  
 Mai (E): 13,8 (Vormonat: 14,2)
- 10. 5. **Konsumentenpreise Schweiz**  
 April (E): 0,5% (Vormonat: 0,6%)  
**Industrieproduktion Frankreich**  
 März (E): 0,4% (Vormonat: 0,4%)  
**Industrieproduktion Italien**  
 März (E): 0,8% (Vormonat: 1,4%)  
**Importpreise USA**  
 April (E): 1,8% (Vormonat: 2,7%)
- 11. 5. **Konsumentenpreise Deutschland**  
 April (E): 0,2% (Vormonat: 0,2%)  
**MBA-Hypothekenanträge USA**  
 Mai (Vormonat: 4,0%)
- 12. 5. **Industrieproduktion Euro-Zone**  
 März (E): 0,3% (Vormonat: 0,4%)  
**Konsumentenpreise Frankreich**  
 April (E): 0,4% (Vormonat: 0,9%)  
**Industrieproduktion Grossbritannien**  
 März (E): 0,8% (Vormonat: -1,2%)
- 13. 5. **Konsumentenpreise USA**  
 April (E): 0,4% (Vormonat: 0,5%)  
**Bruttoinlandprodukt Euro-Zone**  
 1. Quartal (E): 0,6% (Vorquartal: 0,3%)  
**Bruttoinlandprodukt Deutschland**  
 1. Quartal (E): 1,0% (Vorquartal: 0,4%)  
**Bruttoinlandprodukt Frankreich**  
 1. Quartal (E): 0,6% (Vorquartal: 0,4%)  
**Produzenten- und Importpreise Schweiz**

- April (Vormonat: 0,4%)  
**Bruttoinlandprodukt Italien**  
 1. Quartal (E): 0,3% (Vorquartal: 0,1%)  
**Konsumentenvertrauen Uni. Michigan**  
 Mai (E): 70 (Vormonat: 69,8)
- 16. 5. **Konsumentenpreise Euro-Zone**  
 April (Vormonat: 1,4%)  
**Konsumentenpreise Italien**  
 April (Vormonat: 1,1%)  
**Finanzminister der Euro-Zone**  
 Treffen in Brüssel

Unternehmen und Märkte

- 10. 5. **Adecco**  
 Ergebnis 1. Quartal
- Tornos**  
 Ergebnis 1. Quartal
- 11. 5. **Swiss Property**  
 Ergebnis 1. Quartal
- 12. 5. **Julius Bär**  
 Ergebnis 1. Quartal  
**Schaffner Holding**  
 Ergebnis 1. Semester
- 16. 5. **Oridion**  
 Ergebnis 1. Quartal

E: Erwarteter Wert; G/A: Gewinn pro Aktie; G.J.: Geschäftsjahr; i. V.: in der Vorperiode; Q: Quartal.

QUELLE: BLOOMBERG, REUTERS, SDA, DIV. BANKEN (OHNE GEWÄHR UND ANSPRUCH AUF VOLLSTÄNDIGKEIT)

ANZEIGE

Willst du lernen, wie man eine Zeitung produziert?

Informationen für Lernende unter [www.grafischeberufe.ch](http://www.grafischeberufe.ch)