

Unser Standpunkt, 31. Dezember 2008

2	Annus Horribilis	Das Ende der Schuldenwirtschaft
4	Der Ursprung des Übels	Alan Greenspan heisst die Antwort
6	Warum kollabieren die Märkte?	Ein versuch, die Dynamik der Baisse zu verstehen
9	Steht es wirklich so schlecht?	Ein Blick auf die Realwirtschaft
13	Alle Eier in einen Korb	Macht es Sinn, nur Bares zu halten?
14	Asien	China bleibt Wachstumsprimus
17	Des Pudels Kern	Vertrauen ist nicht käuflich

Burgauer Huser Aman & Partner AG
Vermögensverwaltung und Finanzberatung
Stockerstrasse 14
8002 Zürich

Briefadresse:
Postfach, CH-8027 Zürich
Telefon +41(0)44 206 22 33
Telefax +41(0)44 206 22 44
info@bhapartners.ch
www.bhapartners.com

Die Performance der wichtigsten Börsenplätze

A) 1.1.2008 – 29. Dezember 2008 (in Schweizer Franken/Euro)

		in CHF	in Euro
Schweiz	SMI	- 35.59 %	- 28.06 %
Deutschland	DAX Xetra	- 47.78 %	- 41.68 %
Frankreich	CAC 40	- 50.07 %	- 44.23 %
Grossbritannien	FT-SE 100	- 55.00 %	- 49.74 %
Schweden	OMX Stockholm 30	- 53.15 %	- 47.68 %
Europa	STOXX 50	- 51.40 %	- 45.72 %
USA	S & P 500	- 45.55 %	- 39.19 %
	Nasdaq	- 47.63 %	- 41.51 %
Japan	Nikkei	- 34.62 %	- 26.98 %
Bloomberg- Effas Franken/Euro Obligationen Index (5–7 Jahre Laufzeit)		+ 9.61 %	+ 10.27 %
Index ausgewogenes Mandat *		- 19.11 %	- 15.74 %

B) über fünf Jahre (in Schweizer Franken/Euro)

		in CHF	in Euro
Schweiz	SMI	- 0.42 %	+ 4.81 %
Deutschland	DAX Xetra	+ 12.74 %	+ 18.66 %
Frankreich	CAC 40	- 16.40 %	- 12.01 %
Grossbritannien	FT-SE 100	- 33.94 %	- 30.47 %
Schweden	OMX Stockholm 30	- 19.27 %	- 15.03 %
Europa	STOXX 50	- 17.80 %	- 13.49 %
USA	S & P 500	- 34.18 %	- 30.72 %
	Nasdaq	- 36.54 %	- 33.20 %
Japan	Nikkei	- 17.97 %	- 13.66 %
Bloomberg- Effas Franken/Euro Obligationen Index (5-7 Jahre Laufzeit)		+ 17.65 %	+ 26.75 %
Index ausgewogenes Mandat *		- 4.57 %	+ 1.89 %

* 50 % Effas Obligationen-Index (5-7 Laufzeit)
50 % Morgan Stanley Welt Aktien-Index

Annus Horribilis

Das Ende der Schuldenwirtschaft

Bestimmt sind Sie auch schon auf einem Staudamm gestanden und haben dieses Bauwerk bestaunt. Millionen Kubik Wasser auf der einen Seite, gähnende Leere auf der andern. Die belehrende Tafel inmitten des Bauwunders erklärt uns die Logik der Bauphysik. Nichts kann passieren. Alles ist genauestens berechnet. Sicherheit hat Vorrang vor kommerziellem Nutzen. Wir sind beruhigt nach Kenntnisnahme dieser wohl verlässlichen Angaben, lichten unsere Lieben als Erinnerung vor dem lieblich, blau schimmernden Stausee ab und wenden uns noch der scheinbar viel gefährlicheren Leere der gegenüberliegenden Seite zu. Herrgott, geht's da in die Tiefe! Aber es steht alles zum besten. Es stand ja hochhoffiziell auf der Tafel, dass dem so ist. Alles ist von Experten berechnet. Es kann nichts schief gehen. Die gewaltigen Kräfte des Nass' sind und bleiben gedämmt durch die klugen Berechnungen des Menschen.

Und so geschieht es auch immer. Fast immer, jedenfalls, denn es ist leider schon vorgekommen, dass derartige Dämme gebrochen sind. Nicht eben, weil der Mensch falsche Berechnungen angestellt hätte, sondern weil Kräfte unseren Erwartungen einen Strich durch die Rechnung gemacht haben, welche wir nicht kannten, nicht vorausberechnen konnten, noch nie erlebt haben.

Dieses Gleichnis soll quasi das vergangene Jahr, die Gegenwart und auch die Zukunft versinnbildlichen. Ein Dammbbruch hat unsere Finanzmärkte in noch nie erlebter Art und Weise aus den Fugen gebracht. Es liegt uns fern, auch nur andeutungsweise zu sagen, wir hätten dieses Vorkommnis vorausgesehen. Noch nicht erlebte Phänomene kann man nicht deuten. Gleichwohl ärgert es uns masslos, dass unsere sehr früh kommunizierten

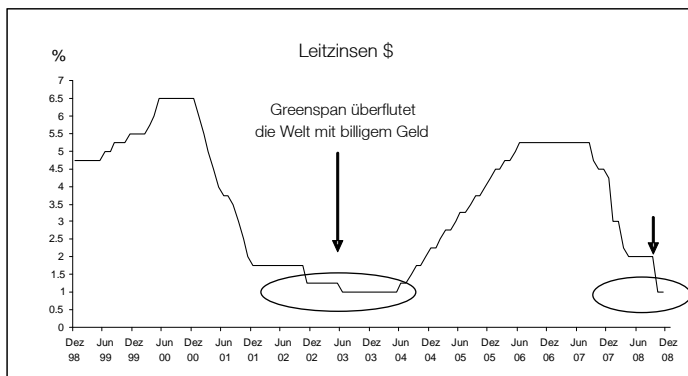
Kritiken und Zweifel hinsichtlich des Treibens der Bankiers dieser Welt nicht Auslöser einer totalen Flucht in die Sicherheit (welche noch zu definieren wäre) darstellten. Es nützte leider zu wenig, auf dem Staudamm zu stehen, Risse zu entdecken und nicht auf die höchste der umliegenden Stätte der Sicherheit zu fliehen. Konkret: wir haben zu Recht vor den lauernden Gefahren im Bankensystem gewarnt, wir verkauften quasi alle unsere Finanzwerte sehr früh und zu guten Preisen und wähten uns sicher vor den lauernden Gefahren des in manische Zustände degenerierten Bankensystems. Doch wir machten einen kardinalen Fehler: wir erwarteten, dass sich unser Finanzsystem selbst läutern, säubern und erneuern würde. Wir waren der Meinung, dass wir es mit einem finanzspezifischen Problem zu tun hätten, welches dieser Sektor selbst – oder mit Hilfe des Staates – ins Lot bringen müsste. Genau so, wie dies in den letzten Jahren schon mehrmals vorgekommen ist; notabene in kleineren Dimensionen. Wir unterschätzten den Einfluss des kranken Finanzsystems auf die Realwirtschaft. Wir erkannten den Virus, welcher die Welt befallen sollte, doch wir wurden der Fatalität desselben nicht gewahr. Unsere ersten Schätzungen hinsichtlich Abschreibungsbedürfnisse der Grossbanken beliefen sich auf 350 Milliarden Dollar und wir lagen damals sicher auf der pessimistischen Seite der Erwartungen. Heute bewegt sich die Erwartung diesbezüglich auf mindestens 2000 Milliarden Dollar. Tendenz steigend. Das sind Zahlen, welche die Vorstellungskraft des Damm-Besuchers völlig sprengen. Man sah die riesige Staumenge (Geld), man konnte auch Risse im Fundament sehen, man konnte sich selbst den Bruch eines Teils des Dammes vorstellen, doch man kannte die Auswirkungen nicht, welche dem Damm fern liegenden Strukturen zustossen würden. Wir haben die Morbidität des Bankensystems früh erkannt, jedoch grösstenteils nur jene Anlagen wirklich geschützt vom „Finanz-Tsunami“ des Jahres 2008, welche einen direkten Bezug zum Verursacherprinzip hatten. Sprich: wir trennten uns frühzeitig von Anlagen in Banken und Versicherungen, in der Erwartung, dass die Realwirtschaft nur am Rande betroffen würde. Der Investment Entscheid war gut, doch das Unterschätzen des Überschwappens auf die reale Wirtschaft ein

Irrtum. Eine Falscheinschätzung stellte auch die von vielen professionellen Anlegern geteilte Meinung dar, dass sich die asiatische Wirtschaft mehrheitlich von den anstehenden Problemen abkoppeln würde. Die Börsen schienen diese Einstellung ganz und gar nicht zu teilen, was uns veranlasst, später in diesem Bericht näher auf dieses Thema einzugehen:

Der Ursprung des Übels

Alan Greenspan heisst die Antwort

Wir sind nicht etwa erst heute der Meinung, dass der vormals allmächtige Star und frühere Chef des amerikanischen Schatzamtes, Alan Greenspan, der Förderer, wenn nicht Verursacher der heutigen Probleme ist. Immer und immer wieder war der sphynxartig auftretende Greenspan jedwelche wirtschaftliche oder finanzspezifische Probleme zu lösen imstande. Immer mit dem gleichen Mittel und dem Applaus der skrupellosen Politiker. Er versprach tiefere Geldkosten, tiefere Zinsen. Die Märkte frohlockten schon in Antizipation solcher Schritte. Jubilierten gar, als die Zinsabschläge vorgenommen wurden. Herr Greenspan war das Wunderkind schlechthin, das den USA, der ganzen Welt, das Wundermittel zum ewigen Wachstum verabreichte: tiefe Zinsen, billiges Geld, Mittel zum Nulltarif.



Lange Zeit fuhr Alan Greenspan de facto eine Nullzins-Politik. Geld für alle, unlimitiert. Die Folge ist heute wohlbekannt. Nur wissen wir noch immer nicht, wie es denn möglich war, dass die klugen U.S. Banker den Europäern die x-mal gehebelten Hypothekendarlehen ihrer miserablen Klientenschaft in Grössenordnungen unterjubeln konnten, welche alle Risiko-parameter in Gänze sprengten. Die Gratis-Zinspolitik Alan Greenspans hatte zur Folge, dass die Banken im konventionellen Kreditgeschäft keine adäquaten Margen erzielen konnten und die „Sub Prime Idee“ aus dieser „Notlage“ entstand. Es war jedoch absolut wundersam, Geld zu Konditionen borgen zu können, welche bedeutend unter der Inflation lagen. Es muss uns niemand mehr daher kommen und behaupten, gewisse Banken hätten Genies in ihren Reihen. Das Einmaleins des Bankwissens, dass das Ausleihen von kurzfristig geborgtem Geld, mit der Absicht, dieses langfristig auszuleihen, absolut verbietet, wurde negiert, blieb unbeachtet und man erfand zu allem Übel auch noch die „Carry-Trades“, indem Geld in niedrigverzinsten Währungen (zum Beispiel in Yen) kurzfristig ausgeliehen wurde, um dieses an hochverzinslichen Orten (zum Beispiel Isländischen Kronen) wenn möglich langfristig, anzulegen. Und das wurde zum Weltsport. Alle Banker engagierten sich in diesem dummen, unverfrorenen und Greenspaninduzierten Schlammassel-Spiel.

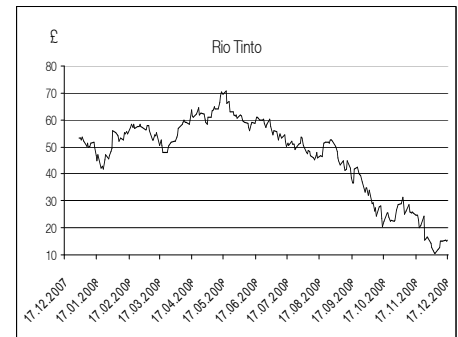
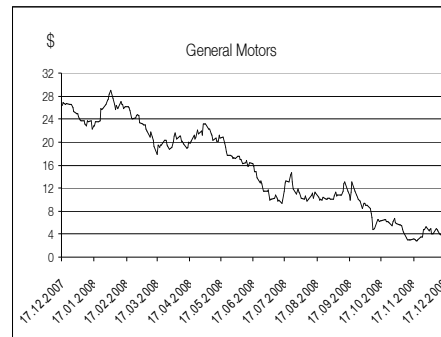
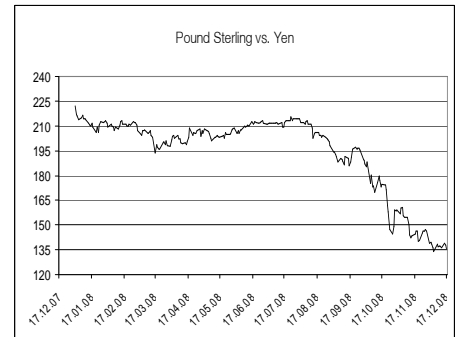
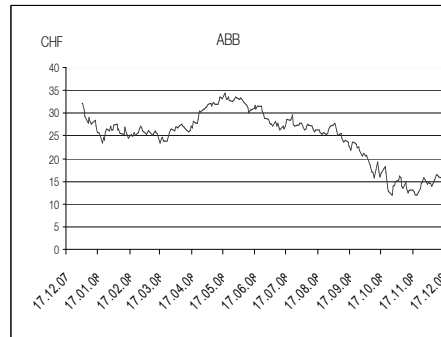
Schuldzuweisungen nützen uns heute eben nicht mehr viel, doch es liegt uns viel daran festzustellen, dass die scheinbar Fähigsten dieser Welt zuweilen Thesen verbreiten oder Entscheidungen fällen, welche beklatscht und bejubelt werden, um binnen kurzer Zeit durch den Lauf der Geschichte als absolute Torheiten entlarvt zu werden. Erinnern wir uns doch auch an den eigenartigen, vor einigen Jahren vollzogenen Schritt unserer Schweizer Landesregierung, unsere „überschüssigen Goldreserven“ zu verkaufen und den Erlös an die Kantone und die maroden Sozialversicherungen auszuschütten. Zum Tiefstpunkt des Goldpreis-Zyklus (zu höchstens einem Drittel des heutigen Wertes!) wurde das Gros des unwillkommenen Schatzes verhökert und an die Politiker (nicht das Volk!) verteilt, welche den Geldsegen nicht etwa zum Schuldenabbau

verwendeten, sondern in Velo (zu Deutsch Fahrrad)-Wege, Strasseninseln (willkürliche Hindernisse in den Strassen ohne Sinn und Zweck, welche weltweit einzigartig sind) und dergleichen zu verlocken. Es soll Ihnen, uns, der ganzen Welt, wieder einmal eine Lehre sein, dass Grundregeln der Finanzlogik, die Festungen der moralischen Lehre und der Ethik, jene des menschlichen Anstandes und dergleichen nicht neu erfunden werden können. Auch von smarten, jungen Harvard Abgängern nicht und seien diese noch so gescheit. Das erstaunliche ist, dass Herrn Greenspans Geldverteilmanie so lange funktionieren konnte und das Finanzsystem nicht viel früher auf rot geschaltet hat. Die Selbstregulierung des kapitalistischen Systems ist ganz offensichtlich an ihre Grenzen gestossen. Doch stossen wir Alan Greenspan vom Sockel. Seine Wundertaten waren Gaukelei.

Warum kollabieren die Märkte?

Ein Versuch, die Dynamik der Baisse zu verstehen

Im Laufe der vergangenen Monate konnten Sie, wir, die Welt, den Gang der Dinge zuweilen nicht mehr mit Logik und Vernunft nachvollziehen. Grosskapitalisierte Standardwerte fielen zwanzig Prozent oder gar mehr, binnen Stunden, Weltwährungen entwerteten sich um dreissig Prozent fast über Nacht, die grössten Börsenplätze dieser Welt machten Quantensprünge binnen Tagen.



Können derartige Volatilitäten lediglich den wirtschaftlichen Ausblick widerspiegeln? Können Börsen- und Devisenkurse derart falsch sein, dass eine einzige, neue Nachricht den Anlagewert binnen Stunden um zweistellige Prozentwerte verändert? Die Antwort lautet „Nein“! Gewiss, wir sind alle überrascht worden von der unbändigen, negativen Kraft des Finanzkollapses, von der infizierenden Dynamik dieses Trends auf die Realwirtschaft, welche zwischenzeitlich in vielen massgeblichen Ländern in eine Rezession gemündet ist. Die berechtigte und eminent wichtige Frage lautet jedoch, ob die kürzlich observierten Aktienkurse die wirtschaftlichen Aussichten real widerspiegeln oder ob noch andere, vielleicht Fakten technischer Natur, die Kursfindung beeinflusst hat. Und hier irren wir uns nicht: Die Antwort lautet dezidiert, dass unzählige Aktienbewertungen von vernünftigen, realistischen Niveaus abgewichen sind. Doch wann ist ein Kauf ein Schnäppchen? Ist General Motors billig

bei vier Dollar pro Aktie? Nicht alles, was tief gefallen ist, stellt eine Einladung zur Investition dar. Zweifelsohne sind jedoch sehr viele Aktien heute aus rein fundamentaler Sicht billig. Nur müssen wir uns dessen bewusst sein, dass Angebot und Nachfrage die Kursfindung diktieren und so lange es Hunderttausende von erzwungenen Verkäufern gibt, fallen die Bewertungen weiter. Ein Hausbesitzer, dessen Haus weniger wert geworden ist als dessen Hypothek, kann keine Preisbedingungen stellen. Sie oder er werden „exekutiert“ – so lautet das schöne Wort. Gleiches gilt für Aktienbeteiligungen, welche auf Kredit erstanden wurden und davon gab es in den letzten Jahren wahrlich genügend. Fällt der Wert solcher Anlagen in die Nähe des Kreditbetrages, so verlangt die Bank mehr Geld. Kommt kein Check ins Haus, verkauft die Bank diese Investitionen bestens, ohne Rücksicht auf Verluste oder ohne Rücksicht darauf, ob der Markt solche Expressverkäufe überhaupt absorbieren kann. Solches ist dem Kreditgeber in diesem Augenblick ziemlich egal. Es gilt primär, keine neuen Kreditverluste einzufahren.

Oder nehmen wir die lange Zeit hochgejubelten Hedge Funds, deren goldene Patina der Weisheit ziemlich arg lädiert worden ist. Diese Leute haben zwei Probleme: erstens wurde in den besseren Zeiten jeder zur Anlage verfügbare Dollar vier-, fünf-, siebenmal eingesetzt. Das ist toll zu Zeiten tiefer Zinsen und vor allem toll, wenn links und rechts alle Anlagewerte steigen. Weniger lustig wird das gehebelte Anlegen, wenn die Kurse ins Bodenlose fallen, die Kredite steigen und die Banken mehr Sicherheit einfordern oder eben sofortigen Schuldenabbau fordern. Dann heisst es „verkaufen“, ob man will oder nicht, ob die Kurse tief sind oder nicht, ob die Märkte die Abgaben verkraften können oder nicht. Man hat keine Wahl. Der Hedge Fund Manager muss verkaufen. Jetzt. Sofort. Ohne Rücksicht auf Verluste. Und um das Übel zu potenzieren, schneit es zu diesen Zeiten der Unbill auch noch täglich Unsummen von Liquidationsbegehren verbitterter Anleger herein, deren Aufträge binnen dreissig Tagen erfüllt sein wollen. Also wiederum erzwungene, sofortige Verkäufe, welche ganz einfach in ein Vakuum fallen. Praktisch alle

Börsenbeobachter sind sich all dieser Fakten bewusst und so verfolgt man ungläubig den Lauf der Dinge. Man sieht im Grundsatz überall attraktive Anlagemöglichkeiten, doch man weiss gleichzeitig, dass die „technischen“ Voraussetzungen zu Käufen verfrüht sind. Die Glücklichen, welche über Barschaft verfügen, schauen untätig zu, wie sich die zum Handeln gezwungenen Verkäufer ins Elend liquidieren.

Der vorgängig beschriebene Prozess wird als „De-leveraging“ umschrieben. Entschuldung dieser Welt. Nicht freiwillig etwa (wer enthält sich schon freiwillig der Sünden), sondern erzwungen durch die Logik des Systems. Die Banken können es sich heute in gar keiner Weise leisten nachsichtig zu sein mit ihren Kreditnehmern. Im Gegenteil. Da und dort müssen auch durchaus gut bediente Darlehen gekündigt werden, da die Bank Bilanzen unglaublich geschrumpft sind und eine Kontraktion der Passivseite erfordern. Es besteht ein Ringeltanz der Probleme. Der Pitbull beisst sich in den eigenen Schwanz.

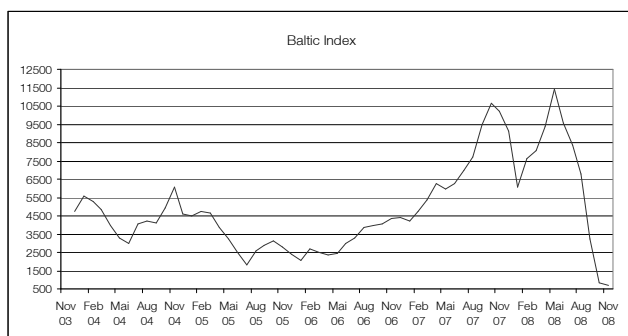
Steht es wirklich so schlecht?

Ein Blick auf die Realwirtschaft

Wenn wir aufgrund der Bewertungseinbrüche des vergangenen Jahres urteilen, so steht – primär in der westlichen Hemisphäre - eine ziemlich krasse Rezession vor der Tür. Effektiv ist diese in diversen Ländern aus statistischer Sicht schon eingetreten. Zwei aufeinanderfolgende Quartale mit rückläufigem Wachstum bedeuten offiziell den Eintritt in eine Rezession. Bislang sind 21 der 30 OECD Länder offiziell rezessiv. Das Ausmass der konjunkturellen Kontraktion ist momentan ganz einfach nicht absehbar. Wir müssen jedoch zum heutigen Zeitpunkt versuchen, einigermaßen objektiv abzuschätzen, ob die derben Index-Einbrüche der wichtigen Aktienbörsen heute nicht schon annähernd das schlimmst-

mögliche Szenario eskomptiert haben. Es bringt nicht viel, Ihnen hier die Voraussagen der Ökonomen aufzulisten. Erstens schläfert Sie, geschätzte Leserinnen und Leser unserer Zeilen, solche Zahlenbeigerei ein und zweitens lagen diese Prophezeiungen in der Vergangenheit allzu oft weitab der Realität. Wir verfolgen jedoch diverse voraus eilenden Indikatoren, welche den Lauf der Dinge 6–12 Monate vorwegnehmen. Diesbezüglich kann leider noch nirgends eine Trendwende herausgelesen werden. Die Börsen eskomptieren ein Umfeld, das für 2009 rabenschwarz ausfällt. Die Konsumstimmung wird schlechter und schlechter werden im neuen Jahr – das ist absolut sicher. Die Arbeitsplatzunsicherheit wird das ihre dazu beitragen, dass im neuen Jahr heftig gespart wird, und der Gang zum Einkaufscenter wird seltener und seltener. Der Autoabsatz (bislang in der Schweiz erstaunlich robust) wird einbrechen, was ebenfalls absolut voraussehbar ist. In Deutschland lautet der Einbruch in diesem Sektor – 18% gemäss neuesten, verfügbaren Zahlen.

Sicher ist, dass ein wirtschaftlicher Abschwung in Gang gekommen ist, welcher ab Oktober eine Dynamik angenommen hat, die wir alle noch nie erlebt haben. Vor allem die zyklischen Industrien sind veritable eingebrochen: Stahl (nach absolutem Boom bis Frühling 2008), der Automobilsektor inklusive Zulieferer, Bau- und Maschinenindustrie, Luxusgüter und andere mehr. Der „Baltic Dry Index“, welcher die maritimen Transportkosten darstellt, widerspiegelt klar, wie drastisch der Einbruch ausfällt:



Die Bestellungseingänge sind nicht zum totalen Stillstand gekommen, doch die Welt musste diesbezüglich zur Kenntnis nehmen, dass Neuaufträge dünn gesät sind und zudem grossem Margendruck unterliegen. Heute weiss jeder Kunde, dass er binnen kürzester Zeit zu einem raren Gast geworden ist, was bei jeder Kontraktverhandlung knallhart ausgenützt wird.

Wir tendieren zur Einschätzung, dass die europäischen Börsen heute eher mehr schlechte Nachrichten eskomptiert haben als die USA, währenddem wir mit Überzeugung denken, dass in Asien zuviel Porzellan zerschlagen wurde. Asien ist nicht einfach ein Kontinent der Exporteure, wie man dies zuweilen denken könnte bei der Lektüre der Neuen Zürcher Zeitung, welche – inter alia – nicht nur in ihren Politzeilen wie zu Zeiten des kalten Kriegs formuliert, sondern auch hinsichtlich Asiens eine ziemlich antiquierte Darstellungsweise verfolgt. Voreingenommenheit ist gefährlich. Das hat uns nicht nur die Wirtschaftsgeschichte in nicht zu übertreffender Deutlichkeit immer wieder gelehrt. Wir kommen im Nachfolgenden Thema noch konkret auf diverse Asien-Fakten zurück, um unsere These zu untermauern, dass an den fernöstlichen Börsen nachgerade unverständlich viel Schaden angerichtet worden ist.

Es fällt auch uns heute ungemein schwer, in einigermaßen objektiver Manier eine Standortbestimmung zu formulieren, welche nicht vage, sondern vielsagend ausfällt. Wir sind – so glauben wir – immer bestrebt gewesen, Klartext zu sprechen und keine dümmlichen Aussagen zu machen, wie „wir sind vorsichtig optimistisch“ und dergleichen. Die Crux der heutigen Situation ist ganz einfach, offen und ehrlich, dass wir uns in einer Systemkrise befinden. Das ist die bare Wahrheit. Wir befinden uns nicht einfach in einer zyklischen Rezession, wie diese in fast regelmässigem, zeitlichen Abstand, vorkommt. Die Bankenmisere und das unvorstellbar leichtsinnige, wenn nicht schwachsinnige Treiben der Bankiers und Aufsichtsbehörden dieser Welt, haben eine Verschuldungsmanie von gigantischen Proportionen hervorgebracht,

welche es nun zu begleichen gilt. Das tut weh. Es tut jenen gerechterweise weh, welche den Schlamassel verursacht haben (ausser natürlich den Politikern, welche nie zu Schaden kommen). Es bestraft jene, welche unbesehen Penthäuser, Strandvillen, Jachten, Kunst, „Gucci-Ausrüstungen“, Juwelen und anderen Tand gekauft haben, ohne über die finanziellen Ressourcen zu verfügen. Es bringt auch jene Firmen an den Rand des Bankrotts, welche jahrelang der irren Manie des Aktienkurs-Managements gefrönt haben. Sprich: Milliarden von erwirtschafteten Gewinnen dazu verwendet haben, um eigene Aktien zurückzukaufen und so den Kurs der eigenen Papiere in die Höhe zu treiben. Man nannte solches Vorgehen (und nennt es noch immer so) „Geld an die Aktionäre zurückzahlen“. Dass das eine freche Behauptung war und noch immer ist, dürfte unbestritten sein. Wir jedenfalls haben (ausser biederen, kleinen Rückzahlungen von Nominalwerten) noch nie solches Geld „zurückgezahlt“ erhalten. Man mache dies, so hiess es auch, zur Optimierung der Steuerverbindlichkeiten der eigenen Aktionäre – als ob sich die Herren Ospel und Konsorten um unsere Steuerbatzen kümmern würden. Die solide Praxis der Dividendenzahlungen geriet in Vergessenheit. Im Interesse der Aktionäre kaufe man besser eigene Aktien zurück. Manch dreistes Unternehmen verschuldete sich gar am Obligationenmarkt, um mit dem Erlös eigene Aktien am Markt zu kaufen. Das sei Bilanzoptimierung und jeder, der das nicht erkenne, sei unfähig, denke unzeitgemäss oder sei senil. Die Wahrheit ist, dass dieses Treiben einzig und allein dem Zwecke diene, den eigenen Aktienkurs hochzutreiben und so den Wert der eigenen Optionen zu maximieren.

Der ganze Scheinglanz des Überkonsums, der megamanischen Übernahmen, der Finanzierung kreditunwürdiger Hauskäufer und wild wuchernden Hedge Funds, wurde mit billig geborgtem Geld (Dank sei Herrn Greenspan) berappt. Nun ist die Musik verstummt und es fehlen ein paar Stühle. Es fehlen die meisten Stühle. Kredit ist eine Mangelware geworden. Oft scheitert eine Kreditverlängerung heutzutage nicht an der Bonität des Schuldners, sondern am Unvermögen der Bank, die Mittel zur

Verfügung zu stellen. Und die lieben Kreditinstitute selbst hängen nun am Tropf der Regierungen, arg beschränkt in ihrer Handlungsfähigkeit. All das hat nichts mit einem zyklischen Abschwung zu tun. Wir befinden uns in einem systemischen Abschwung und niemand kann heute beurteilen, wann diese Risiken als absehbar eingestuft werden können. Dies ist der Grund, warum es leider müssig ist, Bewertungsvergleiche mit der Vergangenheit anzustellen. Wir befinden uns ganz einfach, offen und ehrlich, in unvermessenem Territorium. Da werden Sie vielleicht sagen „Also, tabula rasa! Alles verkaufen“. Nun, diese Überlegungen haben wir uns im vergangenen Jahr auch oft gemacht, jedoch aus diversen, und wohl auch logischen Gründen verworfen.

Alle Eier in einen Korb

Macht es Sinn, nur Bares zu halten?

Die Antwort lautet dezidiert „Nein“. Man soll immer diversifizieren. Auch in einer System-Krise. Wenn sich die Banken selbst gegenseitig kein Geld ausleihen, wie kann man da dem System oder einzelnen Banken als Privatanleger vertrauen? Rückblickend kann man da schon sagen, hätte man doch vor einem Jahr alles verkauft und das Geld auf dem Bankkonto liegen lassen. Doch wäre es wirklich so klug und voraussehend gewesen, „Tabula rasa“ zu machen, all sein Geld bei einer Bank zu parken—die dann womöglich untergeht? Wir wissen zwischenzeitlich, dass unzählige Banken (vor allem in den USA) effektiv die Türen schliessen mussten und sich selbst grosse Institute wie Lehman Brothers in den Ruin getrieben haben. Einige der grössten Banken dieser Welt sind knapp am Konkurs vorbeigeschrammt und nur dank Staatsinterventionen im letzten Moment gerettet wurden. Unsere Kunden haben festgestellt, dass wir im Frühjahr 2008 grosse Liquiditäten nicht mehr bei den Banken anlegten, sondern Schatzpapiere grosser Länder kauften. Die Nachfrage nach diesen

kurzfristigen Notes wurde nach und nach so gross, dass für uns Anleger eine negative Rendite herauschaute. Ja – am Tag der Zeichnung solcher Papiere wusste man schon, dass man bei Fälligkeit 90 Tage später, weniger zurückerhalten würde als man investierte. Das war der Preis der Sicherheit!

Unsere Überlegung ging dahingehend, dass es viel zu riskant war, den überwiegenden Teil des Vermögens im Bankensystem zu parken und deshalb behielten wir etwa ein Viertel der Anlagemittel in Aktien qualitativ fundierter Firmen. Ja, der Schneeballeffekt der Systemkrise trifft wohl jeden Wirtschaftskreis, doch im Gegensatz zu den Steuerelementen des Finanzsystems (den Banken), welche unisono in der Intensivstation gelandet sind, müssen Aberhunderte von fundiert geführten und solid finanzierten Industrieunternehmen ganz bestimmt nicht mit dem Untergang rechnen. Deshalb macht es Sinn, sich nicht in Sicherheit zu wähnen, indem das Vermögen gänzlich dem moribunden Bankenkreis anvertraut wird, sondern einen gebührenden Teil unternehmerisch zu veranlagen. In Werten wie Roche oder Holcim oder Nestlé, oder BHP, um einige wenige Namen zu nennen.

Asien

China bleibt Wachstumsprimus

Am 21. Oktober druckte die Financial Times eine Schlagzeile mit „China growth slows sharply“. Kurz davor die Finanz und Wirtschaft „Konjunktur China: getrübt Aussichten“. Der Leser muss annehmen, dass es im Reich der Mitte genau so lausig zu und her geht wie im Westen. Doch ist das auch so? Nein, absolut nicht, ist die Antwort. Die Angst gegenüber der gelben Gefahr ist fast sprichwörtlich im Westen. Nur so sind die obigen Schlagzeilen verständlich. Gewiss, das Wachstum in China – dem

Asienmotor – ist auch zurückgekommen. Doch ist es eingebrochen, wie uns dies die Zeitungen weismachen wollen? Nach fünfjähriger, zweistelliger Expansion ist Chinas Wachstum im 3. Quartal 2008 - auf Jahresbasis gerechnet - auf 9% zurückgekommen. Es ist durchaus möglich, dass diese Rate im neuen Jahr selbst auf 7% fällt. Wachstumsraten, die traumhaft anmuten und selbst ein Zehntel solcher Zahlen wäre absolut grandios für jede westliche Wirtschaftsmacht. Erstaunlicherweise wuchs Chinas Industrieproduktion im September um 11.4% gegenüber dem Vorjahr, was zugegebenermassen das tiefste Wachstum seit 2002 darstellte. Aber darf das als „trübe Aussichten“ tituliert werden? Oder nehmen wir den Konsum. Im September wuchs der Privatkonsum um 17.1% gegenüber dem Vorjahr. Hm, im kapitalistischen System sind rund zwei Drittel des Bruttoinlandproduktes mit Konsum gleichzusetzen. 17% Konsumwachstum ist nicht eben ein rotes Banner. Die Hälfte davon auch nicht. Oder haben Sie von asiatischen Banken gelesen, welche im Sub-Prime Debakel gross Haare gelassen haben? Lesen sie von Abschreibern, welche auch nur einen Bruchteil der westlichen Hasardeure (wir meinen die Banker in unseren Gefilden) ausmachen? Oder haben Sie je von Bonuszahlungen an asiatische Topmanager gelesen, welche auch nur annähernd dem Gebaren der westlichen Selbstbediener gleichkämen. Die Antwort lautet dezidiert „Nein“. Zugegeben, Chinas Regierung hat vor einigen Jahren ihren Bankensektor grosszügig saniert und die kommunistischen Altlasten in den Bilanzen wegradiert. Doch im Kasinostrudel der Gegenwart sind die asiatischen Akteure praktisch nicht involviert. Also 2:0 für Asien.

Vergegenwärtigen wir uns doch auch die gewaltigen, finanziellen Ressourcen, über welche Asien verfügt. China alleine verfügt über etwa 2000 Milliarden Dollar an Währungsreserven. Man kann es sich leisten, in die eigene Sparschatulle zu greifen, falls Stimulierungsmassnahmen nötig sind. Manch eine Stimme erhebt sich zwischenzeitlich in China, die da fordert, dass es unsinnig sei, die amerikanischen Staatsdefizite zu finanzieren und das chinesische Volk besser bedient wäre, wenn man die

eingefahrenen Überschüsse im Inland in Infrastruktur und dergleichen investierte. Effektiv wäre ein solches Unterfangen gefährlich für die USA, doch die Welt ist der Meinung, dass Chinas Anlagen in U.S. Regierungspapieren derart gigantisch gross seien, dass diese gar nicht veräussert werden können. Wenige denken daran, dass China dies gar nicht tun muss. Die durchschnittliche Laufzeit dieser Anlagen beträgt weniger als vier Jahre. Was sind in der chinesischen Geschichte schon vier Jahre? – man könnte die fälligen Regierungspapiere ganz einfach nicht mehr zur Reinvestition bringen und das Geld repatriieren. Das wäre eine Katastrophe für die USA.

Asiens Exportabhängigkeit vom Westen wird krass überschätzt. Effektiv exportiert Asien mehr nach China als nach den Vereinigten Staaten (siehe auch die diesbezüglichen Kommentare in unseren letzten Berichten). Die heutige Bewertung der asiatischen Börsen ist extrem. Extrem billig. Dies gilt generell für die aufstrebenden Märkte, welche auch im neuen Jahr bedeutend besseres Wirtschaftswachstum zeitigen werden als der Westen.

In unseren Breitengraden unterschätzt man die Zukunftsaussichten Asiens in eklatanter Art und Weise. Effektiv sind wir sogar der Meinung, dass die Herren in Washington und Brüssel kolonialer Mythomanie unterliegen. Man denkt unbedarft-fidel, dass man im Westen in jeder Hinsicht überlegen sei (die Geschichtsbücher lassen grüssen). Die meisten Hochseilaktjongleure (die Banker eben) haben keine Ahnung, dass China bis vor 500 Jahren dem Rest der Welt in jeglicher Hinsicht haushoch überlegen war und nur ein kleiner, strategischer Fehler in den Annalen der Geschichte (die Aufgabe der Flotte nämlich) zum temporären Fall hinter die Konkurrenz führte. Der kaiserliche Entscheid zum Schritt der Selbstisolation war grundsätzlich logisch. Man war allen Ländern der Welt in jeder Hinsicht derart überlegen, man war derart höher entwickelt als alle andern Nationen, dass man nichts dazulernen konnte. Fast ein bisschen

wie die Banker des heutigen Jahrzehnts. Doch Hochmut kommt vor dem Fall. Immer.

Wir bleiben dabei, dass das 21. Jahrhundert Asien gehört. Asien schreitet besser gerüstet in die Zukunft als der Westen. Die grossen Nationen des Ostens sind finanziell unvergleichlich gesünder als wir Wessies, Das Finanzsystem hängt nicht am Tropf der Obrigkeit. Die Mittel zur Selbsthilfe im Falle einer anhaltenden Weltrezession sind vorhanden, ohne dass man - wie in Amerika - Trillionen von Dollar drucken muss.

Man unterschätzt die Zukunft Asiens. Die Neue Zürcher Zeitung führt in ihrer Rubrik „Aktienmärkte“ jeden Morgen die Veränderung von sieben Börsenplätzen auf. Ein einziges Plätzchen ist für Asien vorgesehen; für die Börse Tokios. Der Rest Asiens wird ignoriert. Island scheint fast wichtiger als China. Absurd, nicht? Aber ein Hinweis dafür, dass man Asien unterschätzt. Oder nehmen wir die wichtige (?) G7 Gruppe. Die Gruppe der „wichtigsten Industrienationen der Welt“. Da sitzt zum Beispiel Italien als eine der scheinbar wichtigsten Nationen mit am Tisch und Herr Berlusconi schulmeister die Welt. Warum gehören denn China oder Indien oder Brasilien nicht in diese Gruppe der „wichtigsten Industrienationen“? Weil der Westen – wie wir es oben nannten – kolonialmythomanisch und hochmütig denkt. Wir werden sehen. Wahre Investoren sind in Asien engagiert. Das ist ein Muss.

Des Pudels Kern

Vertrauen ist nicht käuflich

Womit wir zur Konklusion kämen: Man muss nachgerade annehmen, dass die Regierungen und Zentralbanken dieser Welt alles unternommen haben, um der Krise Herr zu werden. Rettungsgelder von absolut

unvorstellbaren Dimensionen sind eingesetzt worden. Die Spargelder dieser Welt wurden flächendeckend garantiert (womit eigentlich?). Dutzende von Grossbanken wurden der Staatsgarantie unterstellt. Auch Grosskonzerne der Industrie erhielten den Garantiesegen der Regierungen im Zuge der alten, arabischen Weisheit, dass jener eingekerkert wird, der ein Pferd klaut, doch dass man mit jenem verhandelt der deren tausend stiehlt. Man sollte also annehmen dürfen, dass die Welt zurücklehnen sollte. Entspannt eingedenk der Tatsache, dass ja gar nichts mehr passieren kann in Anbetracht der Staatsgarantien, welche quasi über den ganzen Globus ausgebracht wurden. Doch ein Vertrag ist nur so gut wie deren Vertragsparteien. Eine Garantie ist nur so gut wie deren Garantor. Unser System scheint nicht wirklich daran zu glauben, dass all die Garantie-Minne unserer Regierungen den Infarkt des Systems geheilt hat. Zur Genesung der Systemkrise fehlt noch ein einziger kleiner Faktor. Etwas Unspezifisches, schwer zu definierendes. Das Wort heisst „Vertrauen“. Es gibt (Gott sei dank) Dinge in unserem Leben, welche mit Geld nicht zu erstehen sind. Bildung zum Beispiel. Ethik. Moral. Ästhetik. Oder Vertrauen. Vertrauen ist nicht käuflich. Egal ob es gesucht wird zwischen Freunden oder Ehepartnern. Oder vom Finanzsystem. Die Herren Zentralbanker dieser Welt haben alles Vorstellbare und Unvorstellbare unternommen, um uns darzulegen, dass der kranke Finanzpatient die Intensivstation verlassen hat, die besten Professoren alle nötigen Operationen durchgeführt haben und die bestmöglichen Vitamine die umgehende Erholung quasi garantieren. Es kann nichts mehr schief gehen. Das Herz unseres Systems (die Banken – glauben Sie es oder nicht) ist gerettet, saniert, garantiert. Doch was ist bislang passiert? Man glaubt es nicht. Das Vertrauen ist (noch) nicht zurückgekehrt und ohne Vertrauen läuft gar nichts. Die Zentralbanken stellen den gebeutelten Finanzinstituten praktisch jede Mittel zur Verfügung zur Sanierung der Bilanzen. Doch die Banken trauen einander nicht. Man leiht nicht aus. Man borgt Riesenbeträge von der Zentralbank, hat effektiv keinen Verwendungszweck (ausser der Garantie der eigenen Liquiditätslage) und gibt Riesenbeträge allabendlich zurück an die Zentralbank, notabene zu

Zinsen, welche markant tiefer sind als jene, die man für das geborgte Geld bezahlt. Aber das sogenannte Interbank-Lending, das Ausleihen unter Banken, ist aufgrund des Mangels an gegenseitigem Vertrauen lahm. Fast tot. Kredite werden laufend gekündigt. Neue Darlehen sind nur von besten Adressen zu finden. Kleinkredite werden gekündigt, wenn Aussicht darauf besteht, dass der Kunde zurückzahlen kann. Für das Gewerbe hat der „Vertrauensschlaf“ fatale Folgen. Der Inhaber eines Kleiderladens beispielsweise möchte vor den Festtagen Sortimente einkaufen. Er bestellt dies irgendwo im Ausland. Der Hersteller seinerseits akzeptiert das Akkreditiv nicht, weil er der Bonität der Bank des Käufers nicht vertraut. Er will Vorauszahlung. Unser Freund, der Inhaber des Kleiderladens verfügt durchaus über Barguthaben, aber er vertraut der Bank des Lieferanten ebenso wenig wie der Bonität des Herstellers. Immerhin könnte diese Bank ja über Nacht pleite gehen oder der Lieferant kann seine Rohmaterialien nicht einkaufen. Der Einkauf platzt also. Kunden kommen ins Geschäft, aber man hat keine Ware. Dies sei ein banales Beispiel dafür, wie teuflisch die Folgen des fehlenden Vertrauens sind. Wir können nun Analysten, Uni-Professoren, Warren Buffet oder wen auch immer fragen, wie das Vertrauen wieder hergestellt werden könne. Die einzige ehrliche und richtige Antwort lautet, dass niemand weiss, wie dies zu bewerkstelligen ist. Vertrauen ist eines der teuersten Güter dieser Welt und genau so schwierig aufzubauen wie der eigene Ruf. Da hilft Wilhelm Buschs weise Aussage wenig, die da besagte: „Ist der Ruf mal ruiniert, lebt sich's gänzlich ungeniert“. Die Herren Grossbanker scheinen jedenfalls ganz und gar nach dieser These gelebt zu haben.

Vertrauen ist nicht käuflich. Die Zentralbanker dieser Welt dürften im Moment an diesem Umstand verzweifeln. Wir denken, dass es nicht voraussehbar ist, was schlussendlich der Auslöser sein wird für die Reinstitution des alles entscheidenden Faktors „Vertrauen“. Es gibt Dinge in dieser Welt, die wir alle nicht analysieren können, die abstrakt und unvorhersehbar sind. Das Leben und der Sinn desselben, die Definition wahrer Ethik, der Faktor Vertrauen. Die Welt kommt nicht zum Stillstand,

die Systemkrise der Gegenwart wird auch nicht ewig dauern, doch die Voraussetzung für ein nachhaltiges Einschwenken zum Guten und der Sanierung der Weltwirtschaft ist unzweifelhaft Vertrauen. Was belegt, dass dem Materialismus seine Grenzen aufgezeigt worden sind. Ein subjektives Gefühl ist nun Herr unseres Métiers geworden.

Es liegt uns daran, diese Zeilen mit einem Ausdruck des Bedauerns zum Abschluss zu bringen. Ein durch uns getragenes Bedauern nämlich, dass eingedenk unserer Bemühungen und professioneller Arbeit ein anlage-mässig unerfreuliches Jahr zum Abschluss gebracht werden musste. Es hilft nicht viel, zu versichern, dass quasi kein Kraut gegen Verluste gewachsen sei. Verlustreiche Jahre sind unangenehm, ärgerlich und irritierend. Das wissen wir mit aller Bestimmtheit. Es mag auch seltsam anmuten, dass wir den Kardinalsaspekt für das Jahr 2009 im subjektiv anmutenden Begriff „Vertrauen“ ansiedeln. Mit Bestimmtheit sogar. Nun, eine Systemkrise ereignet sich höchstens alle hundert Jahre und ist in Lehrbüchern genau so wenig definiert wie der Begriff des Vertrauens. Auch wir unterlagen im Laufe des vergangenen Jahres Fehleinschätzungen, was unseren Berufsstolz – seien wir ehrlich – zu recht in Mitleidenschaft zog. Heute sind wir uns jedoch einer sehr wichtigen Einschätzung sicher und denken, dass wir uns nicht weit aus dem Fenster lehnen, wenn wir voraussagen, dass sich die Finanzwelt sehr schnell eines besseren besinnen wird, sobald ein einziges Ereignis eintritt: Die Rückkehr des Vertrauens.

MAB