

Unser Standpunkt, 30. Juni 2008

2	Bankgenies und andere Torheiten	Das unglaubliche Versagen der Grossbanken
5	Die Geschichte wiederholt sich immer. Oder doch nicht?	Die vermeintliche Abhängigkeit der Welt vom Riesen USA
8	Der Erbfeind	Die Inflation ist plötzlich wieder ein Problem
11	Gut gespielt und doch verloren	Die Rettungsaktionen zeitigen Folgen
13	Japan	Ungeliebte, preiswerte Börse
14	Fahler Sommer	Die Kurzfristaussichten

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 – 26.6.2008 (in Schweizer Franken/Euro)

		in CHF	in Euro
Schweiz	SMI	- 18.09 %	- 16.15 %
Deutschland	DAX Xetra	- 21.78 %	- 19.93 %
Frankreich	CAC 40	- 22.98 %	- 21.16 %
Grossbritannien	FT-SE 100	- 22.54 %	- 20.71 %
Schweden	OMX Stockholm 30	- 19.59 %	- 17.69 %
Europa	STOXX 50	- 25.26 %	- 23.49 %
USA	S & P 500	- 20.74 %	- 18.86 %
	Nasdaq	- 20.61 %	- 18.74 %
Japan	Nikkei	- 14.34 %	- 12.32 %
Bloomberg- Effas Franken/Euro Obligationen Index (5-7 Jahre Laufzeit)		+ 0.14 %	- 0.15 %
Index ausgewogenes Mandat *		- 9.87 %	- 9.07 %

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

		in CHF	in Euro
Schweiz	SMI	+ 44.37 %	+ 38.88 %
Deutschland	DAX Xetra	+ 108.51 %	+ 100.57 %
Frankreich	CAC 40	+ 49.20 %	+ 43.52 %
Grossbritannien	FT-SE 100	+ 25.08 %	+ 20.32 %
Schweden	OMX Stockholm 30	+ 68.52 %	+ 62.11 %
Europa	STOXX 50	+ 44.64 %	+ 39.13 %
USA	S & P 500	- 0.18 %	- 3.98 %
	Nasdaq	+ 8.44 %	+ 4.31 %
Japan	Nikkei	+ 29.24 %	+ 24.31 %
Bloomberg- Effas Franken/Euro Obligationen Index (5-7 Jahre Laufzeit)		+ 7.34 %	+ 14.13 %
Index ausgewogenes Mandat *		+ 14.73 %	+ 15.80 %

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

Bankgenies und andere Torheiten

Das unglaubliche Versagen der Grossbanken

Das erste Quartal dieses Jahres war ein Desaster. Ein Desaster für die Finanzmärkte und den Ruf der Grossbanken. Ein Glück wenigstens, dass es noch Institute mit Privatbank-Charakter gibt (wir arbeiten primär mit solchen) und – ein bisschen Selbstbeweihräucherung – ein Glück, dass es gewisse unabhängige Vermögensverwalter gibt, welche alles daran setzen, ihre Klientschaft zu Zeiten der Unbill zu beschützen.

Ja, Sie haben recht – wir haben uns in diesen Zeilen schon oft, ausgiebig und manchmal despektierlich geäussert hinsichtlich des Geschäftsgebarens der Grossbanken dieser Welt. Wahrscheinlich haben wir jedoch untertrieben, denn der Scherbenhaufen, den die scheinbar Klügsten (und Bestbezahlten per Eigendekret) unserer Zunft angerichtet haben, ist unfassbar. Unfassbar hinsichtlich Dimension und ebenso dramatisch bezüglich des Ursprungs. Wir haben uns in manchen Berichten der Vergangenheit schon eingehend zur amerikanischen (und klug exportierten) Hypothekarkatastrophe geäussert und möchten Sie heute nicht weiter mit hinlänglich in der Presse kommentierten Details bemühen. Unsere bislang geäusserte Meinung zu diesem leidigen Thema lautete dahingehend, dass wir es nicht mit einem globalen, makroökonomischen Problem zu tun haben, sondern mit einem ganz spezifischen, wenn auch gigantischen Ausrutscher des Finanzsektors. Im vergangenen Januar agierten die Weltbörsen, als ob eine globale Rezession ersten Ranges vor der Türe stünde. Die Finanzmärkte nahmen vorweg, dass das U.S. Hypothekenfiasko die ganze Welt in einen Abwärtsstrudel reissen würde, was wir in unseren bisherigen Berichten ausgeschlossen haben und immer noch ausschliessen. Wir haben seit langem argumentiert, dass die emporstrebenden Märkte – primär Asien ex Japan – nunmehr stark von der Binnennachfrage getrieben werden und die westliche, unbedarfte

Meinung, dass Asien eben nur von Exporten lebe, total unhaltbar sei. Zwischenzeitlich scheint sich diese Meinung durchzusetzen. Sicher ist es durchaus möglich, dass sich das Wachstum in China oder Indien oder Brasilien um ein paar Prozentpunkte verringert. Aber selbst unter dieser Prämisse bleibt das Wachstum in diesen Regionen drei- oder viermal höher als im Westen. Mehr dazu später.

Kommen wir jedoch nochmals auf den Ursprung allen Übels der Gegenwart zurück. Zum Gebaren der Grossbanken nämlich. Wir wurden vor ein paar Wochen ab und zu gefragt, ob wir denn nicht das Schnäppchen des Jahrhunderts verpasst hätten, indem die UBS-Aktie bei 25 Franken nicht aufgefischt wurde, denn im Nu hievte sich die Aktie der vormals stolzen Bank um 40% in die Höhe. Zwischenzeitlich sinkt der Schaum auf der Krone der UBS-Aktie wieder und die genannte Frage taucht jetzt weniger auf. Nun, die UBS (wie auch Konkurrenten von ähnlichem Grössenkaliber) sind Pandoras Büchsen erster Güte. Die Transparenz ist milchig, die Berichterstattung fragmentiert und der Ausblick schal. Noch schlimmer ist die Unaufrichtigkeit dieser Institute. Nehmen wir einmal die CS als Beispiel. Im ersten Quartal prahlte man anlässlich der Publikation der Ergebnisse des Jahres 2008. Man sei halt zeitig aus den Subprime-Anlagen ausgestiegen und die Verluste seien zu vernachlässigen. Toll. Man klopfte sich auf die Schultern und zahlte sich die obligaten, krass überhöhten Boni aus. Zehn Tage später dann die Meldung, dass unartige Händler falsche Bewertungen von Eigenpositionen rapportiert hätten und nun doch happige Milliardenbeträge abzuschreiben seien. Schade. Auf die Boni kam man nicht zurück.

Oder betrachten wir den „Verkauf“ von Subprime-Papieren der UBS über 16 Milliarden Dollar, welcher vor etwas mehr als einem Monat publiziert wurde. Man wolle reinen Tisch machen. In die Zukunft blicken, hiess es. Die Wahrheit ist jedoch, dass der Reinemache-Verkauf effektiv gar kein Verkauf war. Der Grossteil des Verkaufspreises wurde dem Käufer als UBS-Kredit zur Verfügung gestellt. Der Käufer warf keinen Rappen auf für

den Kauf! Fazit: wenn sich der U.S. Hypothekarmarkt erholt, profitiert der Käufer. Wenn nicht, fährt die UBS weitere Probleme ein, denn (unglaublich, nicht?) der fragliche Kredit ist durch die lausigen Subprime-Papiere gesichert, welche die Bank scheinbar verkauft hat. Weder der „Fünfer“ noch das „Brötchen“. Und da prahlt man daher, dass die Bereinigung der Probleme frisch vorwärts schreite. In Wahrheit ist dies lediglich Bilanzkaschierung und Vorgaukelei. Herr Ospel, entsorgter Präsident der UBS, hat am Fernsehen mal seine Scham geäussert über „die wenigen paar Mitarbeiter, welche ihre Kompetenzen überschritten hätten“. Nun, wir schämen uns auch. Über den Berufsstand der Banker nämlich, mit denen wir – bitte schön - nicht gleichgeschaltet werden möchten. Die strategisch desaströsen Entscheidungen der letzten Jahre, das unethische Gebaren gegenüber deren Arbeitgebern (den Aktionären nämlich) und die ungebrochene Gier des Absahnens sind derart ausserhalb des Rahmens des Nachvollziehbaren, dass die Welt nun doch nachgerade eines wissen sollte: Aktien von solchen Instituten sind anlagemässige Hochseilakte. Wie soll man denn eine UBS bewerten, wenn man weiss, dass solch tolle Milliarden Gewinne (die Hälfte davon ans clevere Management) Phantome darstellen? Die Qualität solcher Gewinne ist miserabel und demzufolge müssen die Bewertungen der Aktien (die Preis/Gewinn-Verhältnisse also) extrem tief sein. Wer da denkt, acht- oder neun- oder zehnmal Gewinn pro Aktie sei ‚billig‘, ist ganz einfach blauäugig, naiv, unbedarft – oder alles zusammen. Wenn wir also bislang zu scheinbaren Ausverkaufspreisen keine UBS-Aktien gekauft haben, dann eben aus dem Grund, dass man ja keine blasse Ahnung hat, was noch alles zum Vorschein kommt an Hiobsbotschaften, gar nicht zu reden von Gewinnen. Ja sicher, die UBS könnte mehr wert sein, wenn diese aufgeteilt würde. Aber was passiert denn zur Zeit mit dem Goodwill, wie steht es denn um die vielzitierten Riesenzuflüsse an Geld, die plötzlich zu Exodus-Status mutieren und last but not least, dem anstehenden und gefährlichen Steuerprozess in den USA? - Wir haben keine Ahnung, was die UBS-Aktie (und andere ähnliche Papiere) heute wert sein könnten. Und so halten wir uns von solchen Schnäppchen fern. Wir sind Anleger.

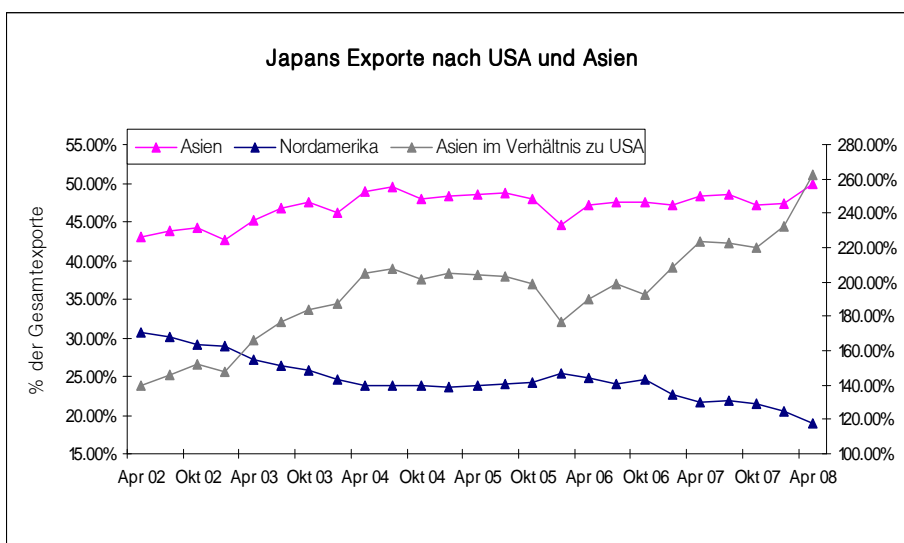
Common sense Investors nennen wir uns. Der gesunde Menschenverstand sagt uns, dass man kein Aktivum kauft, dessen Wesen und Inhalt unbekannt ist. Ausser vielleicht einer Louis Vuitton-Tasche. Aber da weiss man wenigstens nach erfolgtem Kauf, dass das Erstandene umgehend wertlos geworden ist.

Die Geschichte wiederholt sich immer. Oder doch nicht?

Die vermeintliche Abhängigkeit der Welt vom Riesen USA

Die vorherrschende Meinung lautet weiterhin, dass „The World of Credit“ – wir meinen die USA – aufgrund des Einbruchs am Immobilienmarkt unweigerlich in eine Rezession schliddert, welche den Rest der Welt quasi per Dekret der Logik ins gleiche Schicksal reisst. Eine Rezession in Amerika hat in der Vergangenheit immer unschöne Folgen gezeitigt für Europa und vor allem Asien, und so werden die Erfahrungen vergangener Jahre in die Zukunft extrapoliert. Analysten berechnen auf das Zehntelprozent genau, was eine U.S.-Rezession für die Leichtgewichte dieser Welt zur Folge haben wird. Tabellen gibt es sogar, aus denen abzulesen ist, was ein negatives Wachstum (das ist ein schönes Wort für Rezession) der amerikanischen Wirtschaft für Länder wie Malaysia, Deutschland oder Peru – um ganz arbiträr ein paar zu nennen – zur Folge hätte. So einfach ist das. Vergangenheit = Zukunft = Anlageerfolg. Nun, aufgrund unserer zynischen Aussage erahnen Sie es. BHA wird nochmals über die Urteilskraft der grossen Bankiers herfahren. Wir sind anständige Beobachter und tun dies nicht. Vielmehr möchten wir einfach klipp und klar zur Aussage bringen, dass sich in unserer globalisierten Welt einiges verändert hat. Uncle Sams Reich ist nicht mehr so einflussreich wie auch schon. Effektiv ist Amerika gar nicht mehr Wirtschaftsherrscher dieser

Welt und hängt mächtig am Tropf der Überschussländer, die gar nicht erfreut sind über den Wertverlust ihrer gewaltigen Dollar-Zentralbank-Reserven und über die erneut schwindsüchtigen Zinsen einer gesundheitlich ebenso angeschlagenen Währung. Die unbedarfte Meinung, dass Asiens Glück völlig abhängig sei vom Gang der Exporte in die Vereinigten Staaten ist ganz einfach ein dümmlicher Mythos. Schauen wir uns beispielsweise Japans Exportstatistik an:



Vor lediglich 6 Jahren ging noch ein Drittel aller japanischen Exporte in die USA. Heute sind es noch 18%. Noch anschaulicher ist der Vergleich der Gewichtung zwischen Amerika und Asien.

Während 2002 rund 20% mehr japanische Güter nach Asien gingen als nach den USA, sind es heute 160% mehr! Also bitte. Da braucht man kein Genie zu sein um einsehen zu müssen, dass die asiatische Nachfrage erstens viel schneller wächst als jene der Vereinigten Staaten und zweitens Asiens Glück je länger desto weniger vom Wirtschaftsgang der Neuen Welt abhängt.

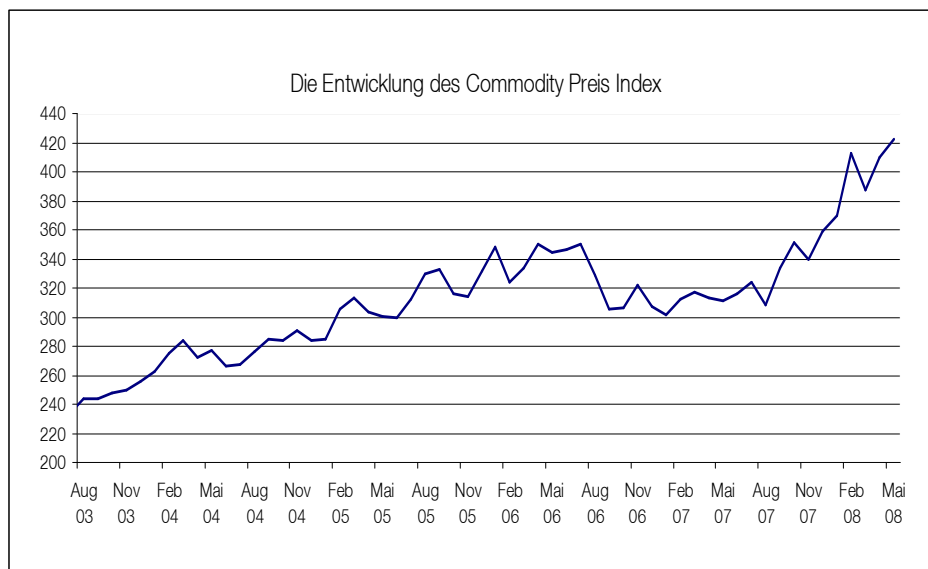
Die Binnenkonjunktur der asiatischen Länder trägt immer mehr zum Brutto-Inlandprodukt bei. Hunderttausende von Autobahnkilometern und Bahntrassees, Hunderte von neuen Flughäfen (ja, Sie lesen richtig), Hunderte von Häfen, Container-Terminals, Bahnhöfen, Atomkraftwerken und Staudämmen harren der Realisierung. Die Liste der Infrastrukturprojekte ist fast endlos. Die Kaufkraft der Asiaten steigt gleichzeitig unaufhaltsam und konsumabhängige Investitionen sind unserer Meinung nach äusserst nachhaltig. Unsere Exponierung in Arisaig Asia Fund zielt speziell in diese Richtung. Der Gemüsehändler Fong in Xian (übrigens eine Stadt mit fünf Millionen Einwohnern) wird kaum auf den Kauf eines neuen Paares Schuhe verzichten wegen Amerikas Subprime-Krise. Mit andern Worten: wir Wessies überschätzen uns manchmal gewaltig. Wir sind schon lange nicht mehr der Bauchnabel der Welt. Amerikas Wirtschaftswachstum ist wichtig für die Welt, doch nicht mehr derart massgebend, dass Asiens Megatrend zum Stillstand oder gar Schrumpfen gebracht werden könnte. Die Aktienbörsen sind manchmal kein sehr guter Spiegel der Tatsachen. Warum? Weil diese heute noch primär von westlichen Entscheidungsträgern dominiert werden. Die asiatischen Börsen haben dieses Jahr bislang gestottert – hauptsächlich aufgrund der Nervosität der Amerikaner und Europäer, welche einen sehr massgeblichen Anteil am Tagesgeschehen haben. Teuer sind die asiatischen Märkte jedoch keineswegs und wahre Anleger verhalten sich mit Gewehr bei Fuss, denn es besteht überhaupt kein Grund zur Panik. Hunderte von asiatischen Aktien sind vernünftig bewertet und kaufenswert. Vor allem die kleinkapitalisierten Gesellschaften Japans sind billig und verschmäht wie schon lange nicht mehr. Wir haben hier in unserem Japan-Vehikel „Choice of Japan“ eben zugriffen und sind diesbezüglich ein Engagement eingegangen.

Fazit: unsere vormals gemachte Erwartung, dass die Welt etwa mit 350 Milliarden an faulen Subprime-Abschreibern rechnen müsse, war zu konservativ. Die Finanzgenies dieser Welt haben noch mächtigere Verluste verursacht, die noch immer verdaut sein wollen. Das tut dem System

noch immer weh. Keine Bank traut der andern und es ist vor allem der amerikanische Konsument in ganz spezifischen Gebieten der USA, der am Limit der Möglichkeiten steht. Die Zentralbanken haben Unsummen in das Finanzsystem einfließen lassen, um eine Liquiditäts- und Vertrauenskrise zu verhindern. Nur temporär natürlich. Man wolle diese Hunderten von Milliarden baldmöglichst wieder abschöpfen. Nun, viele „wollen“. Manche wollen reich werden, andere wollen Schulden abzahlen und wieder andere (die Zentralbanken) wollen Geld sterilisieren, welches sie in Hast und Eile dem kränkelnden Bankensystem nachwerfen mussten. Nun, das scheint nicht so einfach zu sein ohne Scherben zu verursachen und so spricht und schreibt heute fast niemand mehr von dem Geldsegen, den die Zentralbank-Bürokraten ins System geschmissen haben. Das bringt uns zum nächsten Thema:

Der Erbfeind

Die Inflation ist plötzlich wieder ein Problem



Jetzt sind alle schuld an der ansteigenden Teuerung: die Araber mit ihrem teureren Öl, die Multis mit ihrer Geldgier, die Hedge Funds, welche scheinbar gierig mit gepumptem Geld alle Rohwaren zusammenkaufen. Alle sind schuld. Nur die Zentralbanken nicht, welche im Verlaufe der vergangenen 6-8 Monate schätzungsweise 540 Milliarden Dollar an „temporären Liquiditätshilfen“ in unser System gepumpt haben. „Ich nicht – Du auch“ hiess es jeweils im Kindergarten. Nun, leider handelt es sich hier nicht um eine Trivialität, und es ist schon erstaunlich, wie man die Meinung oft manipuliert. Da überschwemmen die Zentralbanken das Finanzsystem mit absolut noch nie dagewesenen Summen. Folgt – fast logisch – Teuerungsdruck, so sagt man frech, alle und alles sei schuld am fatalen Lauf der Dinge, nur die nicht, die das ganze Unheil heraufbeschworen haben. Nicht dass wir denken, dass die Liquiditätsspritzen nicht notwendig waren. Das waren sie. Sonst hätten wir vielleicht ein neues Groundingsyndrom in der Schweiz. Sicher, die Swissair hatte mehr Fans als manch ein in die Mangel geratenes Bankinstitut, aber gut hätte es niemandem getan, wenn eine der grossen Banken den Laden geschlossen hätte. Als gute Schweizer sind wir neutral und nennen keine Namen.

Es bringt nicht viel, Schuldzuweisungen aufzuführen, wer und was denn verantwortlich sei für das Wiederaufflammen der Inflation. Fest steht, dass die Teuerung ein Thema ist. Fest steht ebenfalls, dass diese viel gravierender ist, als dies gemäss den Statistiken der Politiker den Anschein macht. Inflation ist ein Basisfeind unseres Systems, wobei – nota bene – Deflation noch schlimmer ist! Wenn sich jedoch Inflation mit Stagnation paart, wie das momentan in einigen westlichen Nationen eintreten könnte, dann stehen die Ampeln schon auf rot. Not bringt jedoch immer auch Innovation hervor. Der gigantische Anstieg des Ölpreises hat nun die Automobilindustrie endlich dazu gebracht, energiesparende Modelle zu lancieren. Es dürfte auch nicht mehr lange dauern, bis wirklich taugliche Elektroautos auf dem Markt sind. Amerikas Subvention der Bio-

Treibstoffe ist jedoch ein Schlag ins Wasser und eine Absurdität, die teilweise verantwortlich ist für die Explosion der Getreidepreise. Es kann aus ethischer Sicht auch nicht sein, dass es sich Milliarden von Menschen plötzlich nicht mehr leisten können, ihre Grundnahrungsmittel zu erstehen, nur damit jener Teil der Menschheit, welcher sich „entwickelt“ nennt, den überdimensionierten Geländewagen mit Bio-Treibstoff füllt und dabei denkt, er (oder sie) tue etwas Gutes für die Menschheit. Das ist reichlich pervers. Im Übrigen ist es auch erwiesen, dass die Herstellung von Bio-Treibstoff eine Absurdität darstellt, indem mehr Energie verbraucht als schlussendlich produziert wird.

Wir wissen auch nicht, wie gravierend das Inflationsproblem effektiv ist. Sicher ist jedenfalls, dass viele Firmen die Teuerung der Rohwaren nicht gänzlich an den Konsumenten weitergeben können und folglich da und dort die Gewinnmargen geschmälert werden. Also Flucht in sichere Obligationen? Nein. Die heute vorherrschenden Renditen sind hier unattraktiv, was heisst, dass der defensive Teil eines Portfolios kurzfristig investiert werden soll und Anlagen über zwei Jahre hinaus eher die Ausnahme darstellen sollte.

Wir müssen hinsichtlich der Inflation auf der Hut bleiben, denn es ist keineswegs sicher, dass die Hüter der Stabilität (die Zentralbanken nämlich) in der Lage sein werden, zu Zeiten einer wirtschaftlichen Abkühlung das Zinsniveau, wider den Willen der Politiker, zu erhöhen. Die Zentralbanker sind schon unabhängig. Aber leider oft nur in den Statuten. Eine löbliche Ausnahme könnte die Nationalbank der Schweiz darstellen. Man hat hier schon klar kommuniziert, dass die hiesige Inflation nunmehr aus dem akzeptablen Zielband hinausgeschossen ist und somit die Zinsen im Schweizerfranken-Raum durchaus bald erhöht werden könnten. Herr Trichet, Chef der Europäischen Zentralbank, hat sich über lange Zeit tapfer gewehrt gegen die opportunistischen Politiker des EU-Raumes, indem die Zinsen trotz Subprime-Krise nicht gesenkt wurden. Ob in Anbetracht der ansteigenden Inflation in Europa und den USA jedoch die

nunmehr erforderliche Zinserhöhung durchgepaukt werden kann, scheint sehr fragwürdig.

Gut gespielt und doch verloren

Die Rettungsaktionen zeitigen Folgen

Das Federal Reserve Board hat im Laufe des vergangenen Frühlings deutlich demonstriert, dass absolut alles unternommen werde, um das Finanzsystem vor einem Kollaps zu bewahren. Wir waren effektiv nahe am Kliff des Absturzes. Die kollabierende Investment Bank Bear Stearns wurde unter der Federführung der amerikanischen Zentralbank über Nacht in ein anderes Institut eingebracht, neue Sicherheitsnetze wurden gespannt und absolut grenzenlose Liquiditätsspritzen wurden gesetzt, welche das Finanzsystem mit Rettungsgeldern versorgte. Eine Vertrauenskrise machte sich breit. Dieser Zustand ist erreicht, wenn der wahre Wert von Vermögenswerten aus psychologischen Gründen nicht mehr erkannt wird. Denn der richtige (richtig ist nicht immer absolut) Preis einer Aktie, einer Obligation, einer Immobilie ist immer nur das, was ein anderer dafür zu zahlen bereit ist. Da kann man lange lamentieren, eine Aktie sei aus historischer Sicht spottbillig oder ein Haus unfair bewertet. Überbordende Kurse zu Zeiten einer Hausse nimmt man gerne hin, doch zerfallende Preise zu Zeiten einer Vertrauenskrise sind schwer zu akzeptieren. Das Federal Reserve Board hatte Angst vor einem Flächenbrand und die zur Verfügung gestellte Liquidität hatte keine Grenzen. Das war taktisch sicher richtig, doch nach erfolgter Rettungsaktion müsste die Aufräumaktion nun beginnen. Man müsste verhindern, dass die Banken den Überhang an Liquidität erneut zu Hochseilakten benützen und dabei denken, dass man ruhig törichte Risiken eingehen könne, da einem die eigene Zentralbank ja eh immer aus der Patsche helfen werde. Man müsste auch schnell zur Abschöpfung des

Liquiditätsüberhangs schreiten. Die Zinsen und Hinterlegungspflicht müssten jetzt erhöht werden. Aber das wird wohl kaum geschehen. Die wohlgenährten Politiker wollen die armen Hypothekarschuldner beschützen und Herr Bernanke soll bitte etwas sozialer denken. – Die Wiederwahl der Abgeordneten lässt grüssen.

Das „Fed“ scheint also die Vertrauenskrise erfolgreich gemeistert zu haben. Wir möchten diese Aktion vergleichen mit einer Kortison-Kur. Eine solche wirkt Wunder, wenn strikte kurzfristig verabreicht. Langfristig aber tödlich wirkt. Nun, die amerikanische Zentralbank müsste sich nun den Spätfolgen der Kortison-Kur (der Liquiditätsspritzen nämlich) annehmen, die fürsorglichen Ratschläge der Politik ignorieren und forsch den monumentalen Geldüberhang abschöpfen, was natürlich zur Folge hätte, dass die heutige, seichte Rezession in eine zweijährige Kontraktion der Wirtschaft münden würde. Alles hat im Leben seinen Preis. Auch die Verhinderung einer veritablen Vertrauenskrise, an der wir vor ein paar Monaten vorbeigeschrammt sind.

Leider rechnen wir nicht mit diesem Herkulesakt. Das heisst, nach der Greenspan-Manie (laufende Behebung von Finanz- und Wirtschaftsproblemen mit billigem Geld) erben wir nun den Bernanke-Virus, wobei wir dem Chef der Zentralbank dafür keine persönliche Schuld zuweisen. Es wäre jedoch naiv zu erwarten, dass man binnen kürzester Zeit Aberhunderte von Milliarden in unser System einschleusen könnte (540 Milliarden Dollar, um konkret zu sein) ohne mit negativen Folgen rechnen zu müssen. Im Schlaraffenland leben wir nun eben nicht. Das heisst: im besten Falle werden wir mit höherer Inflation konfrontiert. Im weniger angenehmen Falle wird die gewaltige, neue Liquiditätsäufnung in einer neuen Blase der Finanz- und Rohwarenmärkte kulminieren, welche – wir trauen uns kaum dies auszusprechen – wohl unweigerlich in einer „force majeure Korrektur“ enden könnte. Letzteres hiesse eine baldige und deutliche Erholung der Aktienmärkte aufgrund fast unermesslicher Schwemme an Liquidität, welche einem Rudel wilder Hunde gleich das

Weite gesucht hat, bevor der Wildhüter (Herr Bernanke) realisiert, dass das Gehege der Disziplin ein bisschen zu lange geöffnet war.

Die Analysten sagen oft, sie seien vorsichtig optimistisch. Nun, wir sind eher vorsichtig realistisch. Der Liquiditätsüberhang unserer Welt ist heute zu gross. Das mag kurzfristig vielleicht ganz angenehm ausfallen, könnte längerfristig jedoch unweigerlich problematisch werden.

Japan

Ungeliebte, preiswerte Börse

Als wir vergangenen Januar da und dort die Exponierung an der Tokioter Börse erhöhten, waren manche unserer Kunde nicht eben glücklich. Als „unendliche Leidensgeschichte“ und ähnlichem wurden Kabutocho-Anlagen betitelt. Ja, die vergangenen Jahre waren ruppig, unangenehm und zusätzlich schwächelte der Yen, was das Ganze noch verschlimmerte. Zwischenzeitlich sind in Japan jedoch wirklich viele Situationen auszumachen, welche für Anleger attraktiv sind. Die Hälfte der kotierten Aktien sind unter Buchwert gehandelt. Die durchschnittliche Dividenden-Rendite liegt über jener einer zehnjährigen Regierungsobligation. Die durchschnittliche Verschuldung ist heute die tiefste seit Jahrzehnten. An vorangegangenen Tiefstpunkten (1985, 1998, 2003) hatten wir ähnliche Bewertungen und es scheint, dass die kürzlich beobachteten Tiefstwerte sehr wohl einen Trendwechsel eingeläutet haben. Es besteht heute aus objektiver Sicht eine tiefe Kluft zwischen vorherrschender Marktbewertung und jenem, was die Anlegerschaft als Realität taxiert. Die Investoren vermuten, dass ein weiteres Dezennium im Stile der Neunziger Jahre angebrochen ist und fürchten sich deshalb vor „Tokio“ wie der Teufel vor dem Weihwasser. Das könnte einen Irrtum darstellen. Wir sind keineswegs überinvestiert in Japan, doch wir denken,

dass sich unser heutiges Engagement in „Choice of Japan Inc.“, wie auch in den vor kurzem vielen Depots zugefügten Reverse Convertibles (Beispiel Canon oder Komatsu) forthin als erfreuliche Anlagen entwickeln werden. Wenn der Konsens derart negativ ist bezogen auf ein spezifisches Anlagegebiet wie das heute hinsichtlich Japan der Fall ist, geht man meistens kein grosses Risiko ein.

Fahler Sommer

Die Kurzfristaussichten

Wir erwarten nicht, dass die Finanzmärkte gross von sich reden machen im Laufe der kommenden Monate. Es wird ein langweiliger Sommer werden. Auf- und abschaukeln werden die Börsen und wie ein tropfender Wasserhahn, der bald mal nervig wirkt, wird die Pipeline der Berichterstattung weiter unschöne Verlustmeldungen aus der Subprime-Küche melden. Die Hiobsbotschaften werden jedoch laufend artiger, das heisst, die gemeldeten, neuen Abschreiber werden nicht mehr das Kaliber der vergangenen sechs Monate erreichen. Das Reinemachen der Bilanzen wird noch fortdauern, doch die Marktpsychologie wird langsam immuner werden gegenüber schlechten Nachrichten. Manch ein Banker hat schon Ende des ersten Quartals wichtig prognostiziert, dass das Schlimmste nun hinter uns sei. Nun, der Meinung dieser Herren sollte man nach erlebter Subprime-Krise vielleicht nicht unbedingt vertrauen, nachdem heute berechtigte Zweifel darüber bestehen, ob die Urteilsbildung dieser Herren sehr nachhaltig ist.

Im Gegensatz zu vielen andern Beobachtern sind wir nicht der Meinung, dass das Subprime-Desaster in eine weltweite Rezession münden wird. Effektiv sind die in kürzlicher Vergangenheit publizierten Grunddaten der USA nicht so schlecht wie man gemeinhin erwarten würde. Die Finanz-

märkte und deren Publizisten sind allzu sehr vom Geschehen und von der Unbill der eigenen Branche eingenommen und realisieren zu wenig, dass nicht jeder U.S. Bürger ein mieser Hypothekarschuldner ist, der forthin dem Konsum entsagt. Auch nicht jede europäische oder asiatische Gesellschaft hängt am Gängelband des Exports nach Amerika und Hunderte von Millionen neuer Konsumenten in der aufstrebenden Welt sind überhaupt nicht betroffen von der Subprime-Katastrophe. Bleiben wir also realistisch und vor allem dies: denken wir daran, dass wir nicht „Hin und Her“ Händler sind. Denken wir daran, dass wir Investoren sind, Anleger, die nach Langfristerfolg streben. Wir haben nicht – als Beispiel – in Geberit investiert, weil wir ein paar Franken pro Aktie verdienen wollen, wir sind nicht in Asien engagiert, weil dies ein Modetrend darstellt, wir haben nicht in Osteuropa und Russland Gelder veranlagt aufgrund guter Aussichten auf ein paar Monate hinaus. Nein, wir haben investiert aus Gründen der Nachhaltigkeit. Die Subprime-Krise und deren mannigfaltige, negative Konsequenzen haben sicherlich eine unschöne Hürde hervorgebracht, die es zu überspringen gilt. Das Intermezzo wird jedoch nicht ewig dauern und so dürfen nicht wir ungeduldig sein. Wir dürfen nicht versuchen, voreilig – quasi mit der Brechstange – Performance zu erzwingen. Wir denken, dass das vierte Quartal 2008 recht erfreulich ausfallen könnte, indem da und dort Unterbewertungen an den Aktienbörsen berichtigt werden. Die Sommermonate werden jedoch flau bleiben. Stöbern Sie während dieser schönen Zeit nicht zu oft im Börsenblatt. Das bringt wenig Konstruktives.

Und hüten Sie sich bitte vor dem Rat der Investment Banker. Denn wer einmal lügt, dem glaubt man nicht. Das tönt reichlich anmassend. Und die Frage im Raum stehen lässt, warum es gute Umgangsformen verbieten, die Wahrheit zu sagen.

MAB

Und zum Schluss noch dies:

„Zum Glück versteht die Bevölkerung unser Bankensystem nicht. Im gegensätzlichen Fall gäbe es eine Revolution noch vor Anbruch des morgigen Tages“.

(Henry Ford, 1863-1947)