

# **BURGAUER HUSER AMAN & PARTNER**

VERMÖGENSVERWALTUNG & FINANZBERATUNG

STOCKERSTRASSE 14, 8002 ZÜRICH  
POSTFACH, CH - 8027 ZÜRICH

bha@bhapartners.ch

TELEFON: (41) 01-206 22 33

TELEFAX: (41) 01-206 22 44

E-MAIL:

## **ZWISCHENBERICHT 2001**

### **1 IN RAUHEN GEWÄSSERN**

DIE BÖRSEN SUCHEN EIN REALISTISCHES  
BEWERTUNGSNIVEAU

### **3 DER UNGLAUBLICHE DOLLAR**

DIE UNSICHERE ZUKUNFT EUROPAS STÜTZT  
DEN TEUREN DOLLAR

### **5 DER MODISCHE UNSINN**

WARUM FÜR PRIVATANLEGER NUR DIE  
ABSOLUTE PERFORMANCE ZÄHLT

### **7 VIAGRA UND DIOXIN**

ENTGEHT JAPAN DEM ABSTURZ?

### **8 WIE GEHT ES WEITER ?**

WENIG LICHT AM ENDE DES  
KONJUNKTUR-TUNNELS

**DIE PERFORMANCE WICHTIGER BÖRSENPLÄTZE VOM 1. JANUAR – 28. JUNI 2001**

(In Originalwährung)

---

<b>Schweiz</b>	<b>SMI</b>	<b>- 13.99 %</b>
<b>Deutschland</b>	<b>DAX Xetra</b>	<b>- 9.33 %</b>
<b>Frankreich</b>	<b>CAC 40</b>	<b>- 14.66 %</b>
<b>Grossbritannien</b>	<b>FT-SE 100</b>	<b>- 9.88 %</b>
<b>Schweden</b>	<b>Affärsvärldens AFGX</b>	<b>- 16.03 %</b>
<b>Europa</b>	<b>STOXX 50</b>	<b>- 13.58 %</b>
<b>USA</b>	<b>S &amp; P 500</b>	<b>- 8.27 %</b>
	<b>Nasdaq</b>	<b>- 16.02 %</b>
<b>Japan</b>	<b>Nikkei</b>	<b>- 6.94 %</b>

---

**IN RAUHEN GEWÄSSERN**

Die vergangenen sechs Monate waren nicht eben angenehm für uns Investoren. Das erste Quartal dieses Jahres entpuppte sich effektiv als ziemlich kostspielig für voll investierte Anleger, welche sich vielleicht allzu spät in Hochtechnologie-Aktien verliebt hatten. Schlussendlich wurden eben auch die Blue Chips des Kommunikationssektors von der Schwerkraft eingeholt und Marktführer wie Nortel, Ericsson, Cisco, Intel und viele weitere Monumente der Anlagewelt kamen arg unter die Kursräder. Eigentlich entsprach dies einem gängigen Börsenmuster, indem die besten Titel jeweils am Ende der Korrekturphase realitätsnahe Bewertungen erfahren und auch vom Baissetrend erfasst werden. Wir haben uns schon in unseren vorangegangenen Berichten sehr kritisch zum Expansions- und Ausgabege-

baren der führenden Telekommunikations-Gesellschaften geäussert und es erstaunt uns überhaupt nicht, dass die Börse diesen Sektor nunmehr kursmässig arg bestraft hat. Herr Ron Sommer, Chef der Deutschen Telekom, wird als massloser Verschleuderer von gutem Geld in die Firmengeschichte eingehen und wir sind überzeugt, dass die Höchstkurse der Telekom-Giganten wie British Telecom, Vodafone, KPN, Sonera und eben, Deutsche Telekom, sehr lange Zeit Bestand haben werden. Doch auch die Zulieferer (wie die berühmte Cisco) sind mit argen Problemen beladen, haben diese doch in aggressivster Weise ihre Kunden eigenfinanziert. Unzählige der hochgejubelten ‚Dotcoms‘ sind pleite und ironischerweise zu Konkurrenten ihrer Zulieferer wie Cisco geworden, in-

dem sie die oft noch im Originalkarton vorhandenen Servers – oder was immer da an Hochtechnologie eingekauft worden war – zu Wegwerfpreisen liquidieren müssen. Unzählige Aktien der ‚Welt der Ciscos‘ sind um 80 % gefallen. Es ist verlockend einzusteigen. Doch analytisch sind die meisten dieser Titel gar nicht billig. Ein Doppelschlag ist nämlich über die Bühne gegangen. Die Aktien dieses Sektors haben das Stadium der Phantombewertungen verloren. Die Gewinne sind weggeschmolzen wie Eiscreme in der Sonne und Verluste haben sich breit gemacht. Man sollte sich also vorsehen, scheinbar billig gewordene Hightech Titel unbesehen einzukaufen. Intel könnte eine Ausnahme darstellen und wir denken, dass diese Aktie hier eine Anlage wert ist. Das Halbleitergeschäft war schon immer zyklisch und Intel wird wohl weiterhin zu den Führern dieser Industrie gehören.

Nun, wir wollen hier nicht der Versuchung verfallen Tipps zu verfassen. Wir möchten eher einige Gründe dafür aufführen, warum die erlebte Marktkorrektur in den U.S.A. nicht eigentlich erstaunlich war. Historisch überstieg der Gesamtwert der gehandelten U.S. Aktien selten 80 % des Brutto- Inlandproduktes und gelegentlich fiel dieses Verhältnis sogar unter 50 %. Als Alan Greenspan vor einigen Jahren von einer

überschwänglichen Aktienbewertung sprach und die Börse auf den Boden der Realität zurückbringen wollte, entsprach der Wert der U.S. Aktienbörsen ziemlich genau 100 % des Inland-Produktes. Der Dow Jones stand auf 6500. Nun, wir wissen was dann geschah. Der Index stieg weiter auf 11000 und Ende des vergangenen Jahrs entsprach der Wert der U.S. Aktien 150 % des GNP.

Die Überschwänglichkeit hatte offensichtlich überbordet. Bedenklicher Weise war die Wirtschaft nunmehr abhängig vom Wohlstandeffekt der Finanzmärkte. Die Sparrate war auf unter Null gesunken, was natürlich keinen Bestand haben konnte. Seit dem Höchststand im vergangenen Jahr haben die Weltmärkte etwa 10 Trillionen Dollar an Bewertung verloren. Ca. die Hälfte davon entfällt auf die USA. In aller Konsequenz ist es nur logisch, dass der Finanzmarkt nicht nur in guten, sondern auch in schlechteren Zeiten Auswirkungen auf die reale Wirtschaft hat. Das heisst, dass ein Rückgang der Börsenkurse eben früher oder später negative Folgen für die Wirtschaft zeitigt. Erstaunlicherweise ist das Vertrauen der Konsumenten in den USA bis jetzt keineswegs eingebrochen. Wie auch immer. Wir glauben, dass die Phase zu Ende ist während der die Finanzmärkte das Schicksal der realen Wirtschaft bestimmt haben. Die Aktienkurse

steigen nicht mehr aufgrund von Phantasieerwartungen und Phantomgeschichten, sondern nur noch auf der Basis solider und fundamentaler Fakten – genau so wie es immer war und sein sollte. Die neueste Spekulationsblase ist geplatzt, doch wir möchten vom Irrglauben warnen, dass der Gesamtmarkt nun billig sein müsse, nur weil wir sektoriell einen Crash erlebt haben. Die Ciscos dieser Welt sind eben von Schlaraffenland Bewertungen in die Welt der Realität abgestürzt und tolle Gewinne sind leider zu Verlusten mutiert. Und über-

haupt: Ein in Ungnade gefallener Lieblingssektor wird selten bis nie Führer eines neuen Aufschwungs.

Wir beschäftigen uns heute mit einem Markt der Aktien und nicht mehr einfach mit dem Aktienmarkt. - Eine Banalaussage? Vielleicht nicht, denn das Umfeld erfordert nun ganz klar die Fähigkeit des Stock-picking. Kein einfaches Unterfangen. Im Zweifelsfall ist man gut beraten, den Bargeldbestand zu bewahren und der Versuchung zu widerstehen, abgestürzte Darlings zu kaufen.

**DER UNGLAUBLICHE DOLLAR**

Wie Sie sich entsinnen mögen, beurteilten wir die Aussichten des Euro gegen Ende des vergangenen Jahres eher positiv und in unserem Jahresendbericht 2000 wagten wir

die Prognose, dass die Wahrscheinlichkeit eines 1:1 Wechselkurses zum Dollar gut stehe. Nun, die Wiedererstarkung des Euros zur Jahreswende war von kurzer Dauer:



Wir haben die Stärken des Dollars einerseits und die von uns schon oft hervorgehobenen Schwächen des Euros unterschätzt. Entgegen der wirtschaftlichen Logik und trotz laufend unattraktiver werdenden U.S. Zinsen hat die U.S. Währung, quasi nach einer kurzen Unpässlichkeit, wieder neuen Elan gewonnen und sich erneut den Höchstkursen des vergangenen Jahres genähert. Natürlich kann man sich auf den Standpunkt stellen, dass das schwache Eigenleben des Euros den Dollar stark mache. Wie auch immer. Tatsache ist, dass wir der mangelnden Glaubwürdigkeit des Euros und dessen machtgierigen Politikern vorzeitig die Skepsis entzogen und gleichzeitig den makroökonomischen Aspekten zuviel Gewicht zugestanden haben. Es ist unzweifelhaft, dass der Dollar heute auf handelsgewichteter Basis überbewertet ist. Auch hinsichtlich Zahlungsbilanz blinkt ein Rotlicht und die Wirtschaftskadenz ist zweifelsohne schwächlich geworden. Der Konsum jedoch, der wichtigste Motor des amerikanischen Wunders, stottert noch nicht eigentlich. Und dies trotz dem Einbruch der Börse. In Europa dagegen quengeln die ambitionierten Staatschefs vor sich hin, forcieren die Erweiterung nach Osten und bereiten den konservativen Beobachtern hinsichtlich der diesbezüglichen Kosten für die wohlhabenden europäischen Staaten Angst und Bange.

Frankreich und Deutschland driften hinsichtlich gegenseitigem Verständnis und Toleranz auseinander und Europas Zentralbank ist eine veritable Lavieranstalt, deren Chef, Herr Duisenberg, schnellstmöglich einen PR-Kurs besuchen sollte. Nun, der arme Zentralbank Präsident wird von links und rechts (meistens von links...) in die Zange genommen und so ist es nicht eigentlich verwunderlich, dass dieses scheinbar mächtige Institut nicht ganz sicher ist, ob man nun einen starken oder einen schwachen Euro befürwortet. Das schwächliche wenig entschiedene Auftreten der Zentralbank Europas hat sehr massgeblich zum erneuten Vertrauensentzug beigetragen.

Und dann wäre da noch Europas Schattenwirtschaft. Es versteht sich von selbst, dass die Politiker nichts davon wissen und noch weniger davon sprechen. Fakt bleibt jedoch, dass in Europa seit geraumer Zeit gewaltige Barbeträge zirkulieren, welche dem Tageslicht eher schlecht gesinnt sind. In Südeuropa floriert die Untergrundwirtschaft seit Menschengedenken, doch seit den Neunzigerjahren sind auch Deutschlands Kleinunternehmer unfakturierten Leistungen durchaus angetan. Die Schattenwirtschaft Europas ist gigantisch und viel grösser als gemeinhin angenommen. Vergessen wir auch nicht Russland, die Türkei, der ganze Ostblock, wo

die meisten Waren nur gegen Barzahlung in Deutschen Mark oder Dollar zu erhalten sind. - Und nun die Hiobsbotschaft: Im Januar nächsten Jahres verschwinden (fast) alle Euro Währungen und müssen gegen neue Euroscheine umgetauscht werden. Eigentlich kein Problem, wären da nicht unbequeme Fragen seitens der Umtauschbehörden, woher denn die angeschleppten Barbeträge stammen. Recht unbequem für die Schattenwirtschaft. Die Alternative besteht darin, die heißen Barsummen gegen Dollars umzutauschen. Und zwar jetzt, bevor Fragen gestellt werden. Riesige Bargeldbeträge zirkulieren heute in Europa und suchen eine Lösung aus der verzwickten Umtauschfrage. Wir glauben, dass die teilweise unquantifizierbare Stärke des Dollars mindestens teilweise mit diesem ‚Fluchtphänomen‘ zu tun hat. Natürlich lesen Sie nirgends davon, denn diese Milliarden an Notengeldern existieren gar nicht... wie Ihnen jeder gebildete Sizilianer jederzeit bestätigen kann.

Während den vergangenen sechs Monaten war die Euro Exponierung unserer Klienten höher als sie hätte sein sollen, wobei wir im Laufe der Monate Mai und Juni die Konsequenzen zogen und die im Nachhinein als zu hoch erkannten Eurobestände markant reduzierten. Die Erwartung eines länger andauern-

den Trendwechsels war bislang falsch - oder das Timing unserer Positionierung falsch - was immerhin im Bereich des Möglichen liegt. So lange jedoch, wie Europas Einheit laufend von Partikularinteressen unterlaufen wird und Joschka Fischer mit Expresstempo ins subventionsfreudige Osteuropa expandieren will, wird die Anlegergemeinschaft wohl zweimal überlegen ob es Sinn macht, den bewährten Dollar in Euro umzutauschen. Unsererseits werden wir uns in dieser Hinsicht sehr pragmatisch verhalten. Der Dollar hat durchaus auch eigene Probleme und es wird forthin von äusserster Wichtigkeit sein, die Stimmung des Währungsmarktes nah zu verfolgen, um eine Trendwende erkennen zu können. In der Zwischenzeit ist Europa damit beschäftigt, seine Bargeld-Berge im wahrsten Sinne des Wortes zu entsorgen.

## DER MODISCHE UNSINN

Gemeint ist der Unsinn der ‚relativen Performance‘. Was heisst das überhaupt?

Es ist Mode geworden, auch für Privatinvestoren die erzielte Performance mit dem Erfolg eines der vielen Indizes zu vergleichen. Vielleicht zieht man den Welt-Aktienindex, den Standard & Poors Index

oder den Stoxx Index der europäischen Blue Chips als Massstab für diese Rechnung heran und erstellt den Vergleich, ob man nun besser oder schlechter als diese Indizes gewirtschaftet hat. Für Privatanleger erachten wir dieses Vorgehen als absoluter Unsinn. Zu Hausse Zeiten mag es vielleicht noch angehen, dass man die eigene Performance mit dem Morgan Stanley World Index vergleicht, obwohl auch dies wenig Logik in sich birgt. Hat ein Privatanleger wirklich ein Problem, falls ein Jahresgewinn von 20 % zu Buche steht – der Weltindex jedoch 23 % zugelegt hat? Wohl kaum. Doch bedenken Sie den gleichen Vergleich zu Unzeiten, wie wir sie in letzter Zeit erleben. Soll ein Investor glücklich sein ‚nur‘ 15 % verloren zu haben, wenn der Weltindex der Aktien gleichzeitig um 20 % gefallen ist? Vermögensverwalter und Fonds Manager bejahen dies heutzutage resolut und erwarten gar, dass man zum Erfolg der relativen Outperformance gratuliert! Nun, ein Verlust ist ein Verlust. Sie bezahlen Ihre Rechnungen nicht mit einem relativ guten Resultat, auch wenn man Ihnen den Bären aufbinden will, dass ein eingefahrener Verlust ein Erfolgsergebnis war. Es ist naheliegend, dass ein sogenannter Benchmark-Vergleich in guten Zeiten ein lustiges Zahlenspiel darstellt (mehr eigentlich nicht), zu schlechten Börsenzeiten jedoch zum veritablen Un-Sinn wird.

Die vergangenen zwölf Monate sind ein Paradebeispiel dafür, wie die relative Performance ad absurdum geführt werden kann. Was hätte es Ihnen in letzter Zeit denn genützt ein mit Technologie Aktien vollgestopftes Portefeuille zu haben (welches 1999 Wunder vollbrachte) und nun in Ihrem Anlagebericht zu lesen, dass der Wert Ihrer Anlagen wohl abgestürzt sei, doch dass alles zum besten stehe, zumal der Nasdaq Index der Technologiewerte noch viel schlechter gefahren sei. Das ist relative Performance! Es liegt uns deshalb daran wieder einmal herauszustreichen, dass Index-Vergleiche für Privatanleger ausgekochter Unsinn ist. Für Privatanleger besteht die erste Priorität immer darin, Negativjahre zu vermeiden und wenn die Umstände derart garstig sind (wie die letzten 12 Monate), dass ein gewisser Rückschlag unvermeidbar war, so darf man nicht annähernd soviel verlieren wie eben diese vielgepriesenen Indizes. Freuen Sie sich über Kapitalgewinne in guten Zeiten, doch ärgern Sie sich nie, falls irgend ein Börsenindex noch mehr gestiegen ist als Ihr Vermögen. Anders jedoch in Baissezeiten: hier muss man grösseren Schaden vermeiden. Hier muss man besser sein als die Indizes und Verluste minimieren. Vergessen Sie also die Haussezeiten. Da verdienen Sie sowieso Geld. Freuen Sie sich jedoch in schlechten Zeiten, wenn Ihr Konto zwar nicht wächst und

vielleicht auch eine kleine Negativ-Performance entsteht, jedoch ein *Werteinbruch vermieden wird*, währenddem die berühmten Benchmark-Indizes in den Keller fahren.

## VIAGRA UND DIOXIN

Anlässlich einer Pressekonferenz wurde Japans neuer Premierminister Koizumi gefragt was eher verboten werden sollte: Der Import von Viagra oder das umweltschädliche Dioxin. – Herr Koizumi antwortete, dass Viagra die Menschen glücklicher mache als Dioxin. – Natürlich ist diese Aussage lustig, doch von Wichtigkeit ist der Umstand, dass eine derartige Aussage durch einen Premier Minister bis vor kurzem absolut unmöglich gewesen wäre. Es ist dies ein Hinweis dafür, dass die alten Dinosaurier der LDP nach über fünfzig Jahren der Machtausübung nun endlich auf dem Weg ins museale Abseits sind. Die Börse Tokios begrüßte den jugendlichen Neuankömmling mit einem Marktrally. Er wird allgemein als Retter in der Not betrachtet, der nun endlich die überfälligen Probleme hinsichtlich Bankenmisere, Liberalisierung und Rationalisierung lösen würde. Unzählige Banken haben Zwangsfusionen hinter sich, faule Kredite wurden versteckt und Bilanzen gefälscht, moribunde

Kredite wurden an Töchter verschoben. Kurz, jeder Trick wurde im Laufe der vergangenen Jahre angewandt um die wahre Sachlage zu verschleiern. Japans Bankensystem kollabiert unter faulen Darlehen von schätzungsweise 600 Milliarden Dollar. Überschuldung ist nie angenehm, doch recht fatal in deflationären Zeiten und eben dies ist in Japan seit einiger Zeit der Fall. Seit geraumer Zeit fährt das Land eine Null Zins Politik, doch gleichwohl will niemand Geld ausleihen. Kredit zu quasi 0 % gefällig? Nein danke. Morgen wird alles billiger sein und man wartet mit dem Konsum zu. Das ist Deflation! Währenddem inflationäre Zeiten den Bürger zu unnötigem Konsum anstiften, bewirkt ein deflationäres Umfeld genau das Gegenteil. Man kauft überhaupt nichts mehr. Die Banken sitzen auf Bergen unerwünschter Null Zins Depositen und zermartern sich den Kopf, wie diese gewinnbringend angelegt werden können. – Der Verfasser dieses Berichtes verdiente seine ersten Sporen bei Sir Siegmund Warburg ab. Das erste was er da lernte, war die Regel, dass kurzfristiges Geld auszuleihen und dieses langfristig zu vergeben, die einfachste Art ist, bankrott zu gehen. – Und was tun die japanischen Banken heute in grossem Stil? – Ja, Sie vermuten richtig. Es wurden nicht nur gigantische Kredite an nahestehende Institute vergeben, welche

die Bilanzen in rote Monster verwandelt haben. Nein, es werden nun auch die zinslosen Depositen der Sparer in langfristigen Regierungsanleihen angelegt. Ende März dieses Jahres hielten die Banken etwa 600'000'000'000 Dollar an Staatsobligationen – rund doppelt soviel wie ein Jahr zuvor. Ein Zinsanstieg im Kapitalmarkt (10-jährige Regierungsanleihen rentieren zur Zeit etwa 1 %!) hätte grauenhafte Verluste zur Folge. Falls die Regierung wirklich einen realistischen Plan für die Handhabung der faulen Bankenkredite auf den Tisch legt, könnten die Zinsen durchaus steigen. Es ist verständlich, dass die Banken neue Quellen der Rentabilität erschliessen wollen. Unserer Meinung nach ist es jedoch unverantwortlich, in massivster Art und Weise langfristige Obligationen mit Kurzfrist-Depositen zu finanzieren, die über Nacht abgerufen werden können. Das ABC des Bankwissens verbietet nur schon den Gedanken an ein solches Vorgehen.

Herr Koizumi muss erst noch beweisen, dass er die mächtige Liberal Democratic Party auch wirklich beherrscht. Der Nikkei ist nach dem Kursfeuerwerk der Begrüssung wieder zurückgefallen und es ist nach wie vor unklar, wie das massive Überschuldungsproblem der Banken gelöst werden soll ohne der schwächlichen Wirtschaft weiter zu

schaden. Der Aussenwert des japanischen Yen ist unrealistisch hoch und währenddem es schon riskant genug ist in Tokios Börse zu investieren, sind wir auch noch mit beträchtlichen Wechselkursrisiken konfrontiert. Wir beobachten die Entwicklung vorsichtig und sind im zweitgrössten Markt der Welt nur minimal exponiert. Wir sind uns bewusst, dass ein Durchbruch hinsichtlich Bankensanierung den Nikkei Index massgeblich anheben könnte. Gleichwohl ziehen wir Zurückhaltung vor und geben einer berechtigten Portion Vorsicht vor rein spekulativen Engagements den Vorzug.

#### **WIE GEHT ES WEITER?**

Einführend haben wir den Standpunkt vertreten, dass die meisten Aktienmärkte heute trotz der Kurseinbussen der vergangenen zwölf Monate nicht besonders günstig bewertet sind. Der amerikanische Nasdaq Markt steht auf einem Preis/Gewinn Verhältnis von mindestens 50, doch wenn wir alle anstehenden Verluste in die Rechnung einbeziehen, katapultiert sich dieser Bewertungsmassstab wohl über 100. Es kann gefährlich sein, den Nasdaq heute voreilig als billig einzustufen. Sicherlich sind viele fundierte Aktien im Gleichschritt mit den Verlierern in die Tiefe gerissen

worden, doch es ist äusserst gefährlich, heutige Nasdaq Kurse mit den Höchstständen des vergangenen Jahres zu vergleichen und den Schluss zu ziehen, dass die Lieblinge der vergangenen Jahre heute zu einem Schnäppchen zu erhalten sind. Die Kurse vom Frühjahr 2000 waren veritable Witzgebilde und hatten eigentlich nichts mit Realität zu tun. Die Märkte sind zum gesunden Menschenverstand zurückgekehrt und fundamentale Bewertungsmaassstäbe haben wieder ein berechtigtes Dasein. Leider sagt uns unsere langjährige Erfahrung, dass der Nasdaq im allgemeinen keinen wirklichen Boden gefunden hat, bevor die meisten seiner Aktien unter \$ 10 notieren. Nun, diese Aussage mag eine arge Simplifizierung darstellen, stellt aber gleichwohl die Wahrheit dar.

Und wie sieht es anderswo aus? Japan wurde zuvor schon angesprochen. Wir sind hier mit sehr grosser Unsicherheit konfrontiert. Effektiv spekulieren positiv eingestellte Anleger darauf, dass der neue Premier Minister hinsichtlich Deregulierung und Überschuldung Wunder vollbringt. Aus fundamentaler Sicht haben wir trotz des scheinbar tiefen Standes des Nikkei Index Mühe, unterbewertete Titel zu finden. Wir sind einverstanden, dass es in Ordnung geht, dass den japanischen Aktien in Anbetracht der

äusserst tiefen Zinsen ein höheres Preis/Gewinn Verhältnis zugestanden werden muss als westlichen Aktien. Wie auch immer, das Umfeld ist undurchsichtig, der Ausblick für die Wirtschaft schlecht, die Gewinnschätzungen vage und das Finanzsystem auf wackligen Beinen. Die zweitgrösste Börse der Welt drängt sich weder aus fundamentaler Sicht, noch auf Basis des gesunden Menschenverstandes als dringender Kauf auf.

Europas Wirtschaftsumfeld spürt die amerikanische Wachstumsabkühlung und kämpft zudem mit plötzlich wieder aufflammender Inflationsgefahr. Eine Rezession ist nicht in Sicht, doch die führenden Kräfte (Deutschland und Frankreich) wachsen nur zaghaft. Die gewaltigen Kapitalinvestitionen der vergangenen Jahre im Media- und Kommunikationssektor, welche massgeblich zum Wachstum beigetragen haben, sind schmalbrüstig geworden und die diesbezüglichen Anlagestars sind abgestürzt. Was für Amerika zutrifft, findet auch in Europa seine Richtigkeit. Hüten Sie sich, voreilig scheinbar billig gewordene Technologie- und Kommunikationsaktien zu kaufen. Die Kurse des vergangenen Jahres waren absurd und die Welt hat zwischenzeitlich bemerkt, dass Firmen wie die Deutsche Telekom für Projekte Milliardenbeträge aus dem Fenster

geworfen hat, die keiner näheren Prüfung standhalten und vielleicht nie einen Pfennig an Profit abwerfen. Wir bevorzugen es, vorgehend vernachlässigte Sektoren zu berücksichtigen. Es ist heute sehr schwierig, sich auf makro-ökonomischer Basis ein halbwegs vernünftiges Bild zu machen. Politisch sind die USA und Europa auseinander gedriftet und in Europa ist jegliche Harmonie abhanden gekommen. Im momentan vorherrschenden Umfeld ist es quasi unmöglich geworden, aufgrund eines wahrscheinlichen Wirtschaftsszenarios eine vernünftige Anlagepolitik zu formulieren. Wir sind deshalb gezwungen, eher mikro-ökonomisch vorzugehen, indem wir uns bemühen, Gesellschaften ausfindig zu machen die unabhängig vom Wirtschaftsgang ein erfolgreiches Nischendasein führen. Währenddem wir bis vor Kurzem ein klar sektoriell dominiertes Vorgehen bevorzugten, setzten sich heute unsere Aktien-Portfolios aus Gesellschaften von unterschiedlichsten Gebieten zusammen. Finanzbereich, Pharma, Outsourcing, Kosmetik und Energie sind einige Sektoren in welchen wir heute engagiert sind. Der Kontrast zu 1999 ist unübersehbar, als wir vornehmlich in Media und Kommunikation engagiert waren.

Wir erwarten nicht, dass sich die verbleibenden Monate des Jahres 2001 sehr viel freundlicher verhalten

als es die erste Jahreshälfte tat. Die Märkte sind noch immer mit Selbstfindung beschäftigt, indem realitätsbezogene Aktienkurse etabliert werden und der Euphorieblase im Technologie-Sektor die Luft entzogen wird. Nicht nur Handy- und Internet Gesellschaften unterliegen Unsicherheit. Vor einem halben Jahr haben wir schon auf eine die Banken betreffende Zeitbombe hingewiesen: die Manie der Kreditvergabe an Telekom Firmen nämlich. Bis heute wurden keine diesbezüglichen Abschreiber publiziert, doch die fraglichen Kredite verursachen täglich neue Kopfschmerzen für die Banken.

Eine Migräne steht an. – Es besteht Hoffnung zur Annahme, dass die sich im Gang befindliche Kursbereinigung bis Ende des Jahres bereinigt sein wird und 2002 uns wieder freundlicher gesinnt sein wird. In der Zwischenzeit müssen wir uns noch in Geduld üben, dessen bewusst bleiben, dass uns das Jahr 1999 höchst unübliche Gewinne gewährte und ganz einfach einsehen, dass uns das heutige Marktumfeld aus realistischer Sicht keine Unterbewertung bietet, obwohl wir scheinbar einen Börsenabsturz erlebt haben. In Anbetracht dieser Umstände verhalten wir uns weiterhin recht zurückhaltend und defensiv. Helden sterben jung.

MAB