

Unser Standpunkt, 30. Juni 2006

2	Eine Korrektur ist kein Crash	Grundsatzbeurteilung des Frühsommer-Einbruchs
4	Der Sündenbock	Die überstürzte Flucht aus den Emerging Markets
7	Mehr Weizen als Spreu	Asien bietet Investoren viel
10	Gaukelei	Die Tricks der Journalisten
12	Die Enttäuschung	Die Börse Tokios strauchelt
13	Das unerwünschte Risiko	Die Aussichten des U.S. Dollars
15	Schlussstenor	Wir setzen auf Abwarten

Burgauer Huser Aman & Partner
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.ch

Die Performance der wichtigsten Börsenplätze

A) 1.1.2006 – 27.6.2006 (in Schweizer Franken/Euro)

		in CHF	in Euro
Schweiz	SMI	- 2.34 %	- 3.04 %
Deutschland	DAX Xetra	+ 1.68 %	+ 0.94 %
Frankreich	CAC 40	+ 1.92 %	+ 1.19 %
Grossbritannien	FT-SE 100	+ 0.80 %	+ 0.07 %
Schweden	OMX Stockholm 30	- 2.54 %	- 3.05 %
Europa	STOXX 50	- 1.30 %	- 2.01 %
USA	S & P 500	- 6.36 %	- 7.04 %
	Nasdaq	- 10.17 %	- 10.82 %
Japan	Nikkei	- 9.76 %	- 10.41 %
Bloomberg- Effas Franken/Euro Obligationen Index (5–7 Jahre Laufzeit)		- 2.71 %	- 2.18 %
Index ausgewogenes Mandat *		- 3.60 %	- 3.65 %

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

		in CHF	in Euro
Schweiz	SMI	+ 2.30 %	- 0.55 %
Deutschland	DAX Xetra	- 7.31 %	- 9.89 %
Frankreich	CAC 40	- 6.07 %	- 8.69 %
Grossbritannien	FT-SE 100	- 10.37 %	- 12.87 %
Schweden	OMX	+ 8.15 %	+ 5.34 %
Europa	STOXX 50	- 15.00 %	- 17.37 %
USA	S & P 500	- 30.03 %	- 31.98 %
	Nasdaq	- 32.81 %	- 34.68 %
Japan	Nikkei	- 13.16 %	- 15.58 %
Bloomberg- Effas Franken/Euro Obligationen Index (5-7 Jahre Laufzeit)		+ 19.10 %	+ 30.85 %
Index ausgewogenes Mandat *		+ 0.15 %	+ 4.89 %

* 50 % Effas Obligationen-Index (5-7 Laufzeit)

50 % Morgan Stanley Welt Aktien-Index

Eine Korrektur ist kein Crash

Grundsatzbeurteilung des Frühsommer-Einbruchs

Der Verfasser dieser Zeilen bemüht sich immer, der Leserschaft ein abgerundetes Bild der vorherrschenden Lage abzugeben, einige aktuelle Themen näher zu beleuchten und einen Ausblick zu formulieren, der sich vom Alltagsbrei der Banken absetzt. Wir mögen nicht immer richtig liegen mit unseren Voraussagen, doch es gehört zu unserem Stil, klar definierte Aussagen zu machen und vor allem Prognosen zu wagen, die eindeutig sind. Schliesslich nützt es Ihnen nicht eben viel, wenn der in Glanz gehüllte Bericht eines Finanzinstituts nach vielen Zeilen des Lavierens zur Konklusion kommt, dass man ‚vorsichtig optimistisch‘ gestimmt sei und diese oder jene Aktie ‚langfristig attraktiv‘ erscheine. Wir wissen spätestens seit Maynard Keynes’ Zeiten, dass wir langfristig tot sind und die verbale Aushebelung des Timing Faktors durch den Langfristfaktor eine untaugliche Art und Weise darstellt, einen nützlichen Ratschlag zu erteilen. Wie sagte doch mal ein witziger Aphoristiker? – „Ein Experte ist ein ganz normaler Mensch, der – wenn er nicht zu Hause sitzt – andern Ratschläge erteilt“. Echt gut, diese Aussage.

Nun, auch heute ist es unsere Absicht, Ihnen über die wichtigsten, aktuellen Anlageaspekte zu berichten und unser diesbezügliches Denken darzustellen.

Wir kommen jedoch nicht umhin zu vermuten, dass Sie zum heutigen Zeitpunkt eigentlich gar nicht interessiert sind an Diskursen, sondern nur eine einzige brennende Frage haben. Die Frage nämlich, ob die letzten paar Wochen der erste Akt einer Baisse sei, oder ob man gar von einem Crash Szenario sprechen müsse. Ob der Spass endgültig vorüber sei. Ein Gefühl der Beunruhigung bewegt uns alle, denn die Volatilität der Märkte war in letzter Zeit wahrlich ungemütlich. Wir haben deshalb Verständnis dafür, dass Sie heute primär Antwort auf eine einzige Frage haben wollen: Alles verkaufen?

Unsere Antwort lautet weder ja, noch nein und auch nicht jein, obwohl letztere Wahl eigentlich die beste wäre, da man damit nie fehl gehen kann.

Kommen wir also zur Sache. Wie ernst ist nun die Lage?

Wir haben es heute mit einer Vielzahl von Einflussgrössen zu tun, welche einerseits negativ, andererseits jedoch positiv sind für die Börse. Diese sind wiederum zum Teil fundamentaler und andererseits technischer Natur. Das heisst, die Lage ist unglaublich komplex und sehr schwierig zu analysieren.

Beginnen wir doch mit den positiven Faktoren:

Die meisten Aktienbörsen sind aus Sicht der konventionellen Bewertungskriterien nicht überbewertet. Dies ist eigentlich beruhigend, obwohl man nicht verkennen kann, dass Rohstoffaktien heute teuer sind, falls die Preise der Basismetalle auf das Niveau von 2004 zurückfielen. Hinsichtlich des Trends der Rohwarenpreise scheiden sich jedoch die Geister. Das eine Lager spricht von Bubble, das andere Lager sieht eine jahrelange Hausse der Rohwarenpreise voraus – primär induziert durch die Nachfrage aus China und Indien. Wir sitzen diesbezüglich als Gast auf dem Zaun. Denn wir wissen, rein objektiv gesehen, auch nicht mehr als Sie und die überwiegende Mehrheit der Anleger. Es bringt nicht viel zu argumentieren, dass dieser eine Sektor überbewertet sei oder eben nicht. Was zählt ist der Gesamtmarkt, der Globaltrend – und diese werden nicht überwiegend von den Preisen der Basismetalle dominiert. Fest steht, dass die wichtigen Börsenplätze auf der Basis der Kursgewinn-Verhältnisse keine Überbewertung signalisieren und schon gar keinen Bubble:

Kurs/Gewinn-Verhältnis (P/E) etablierter Länder

Schweiz	SMI	14.75
Deutschland	DAX	12.20
Frankreich	CAC 40	11.90
Grossbritannien	FT-SE 100	11.90
Schweden	OMX	13.90
Europa	Stoxx 50	12.87
USA	S&P 500	14.53
	Nasdaq	26.30
Japan	Nikkei	18.53

Der Sündenbock

Die überstürzte Flucht aus den Emerging Markets

So weit, so gut.

Man liest heute überall, dass die aufstrebenden Märkte deren guten Tage gesehen hätten, die Anleger ihr Risiko reduzierten und es an der Zeit sei, diesbezügliche Anlagen zu verkaufen. Nun, man darf hier das Kind nicht mit dem Bad ausschütten. Der Begriff „Aufstrebende Märkte“ ist eh ein Gummibegriff, eine irreführende Bezeichnung. Laos oder Burma werden in den gleichen Begriff gebündelt wie Malaysia oder Hongkong. Das ist doch Unsinn. Wenn ein Wesen vom Mars einen Blick auf die Stadt Zürich werfen könnte und nachfolgend selbiges in Hongkong unternähme, so würde dessen Intelligenz arg strapaziert mit der Frage, welcher Ort denn ein „Emerging Market“ sei. Wahrscheinlich schiene es einem solchen Beobachter, dass Hongkongs Erscheinungsbild den letzten Erkenntnissen der modernen Technik entspricht und wohl kaum in die Unterkategorie der Emerging Markets gehöre. Es ist unserer Meinung nach total unsinnig, alle wirklich stark wachsenden Märkte – die „Emerging

Markets“ eben, als Sammelsurium mit gleichem Risiko zu taxieren, nur weil diese im entsprechenden Index von Morgan Stanley eingeschlossen sind. Taiwan ist nicht gleich Laos und Kasachstan ist nicht gleich Slowenien. Man muss hier differenzieren.

Es ist klar, dass gewisse „neue“ Börsenplätze etwas aus dem Ruder gelaufen sind. Ungarn beispielsweise (null Budgetdisziplin, verspäteter Euro Eintritt). Oder die Türkei, wo die Zukunftseuphorie allzu viel Geld in allzu kurzer Zeit angezogen hat. Hier lauert weiter Volatilität. Nicht nur an der Börse, sondern auch hinsichtlich Aussenwert der Währung. Wir trauen diesen Regierungen hinsichtlich Inflationsstatistiken noch weniger als andern Landesvätern. Deswegen kann man jedoch nicht sagen, dass das „aufstrebende Europa“ in globo aus den Portfolios zu verbannen sei. Ganz und gar nicht. Wussten Sie, dass Russlands Auslandsschuld nunmehr nur noch 7 % des Bruttosozialproduktes ausmacht? Wir sagen nicht, dass der russische Markt ein Sofortkauf sei. Wir deuten lediglich an, dass vieles anders ist als früher. Der Gasmarkt zum Beispiel, wo die russische Gazprom für Westeuropa das darstellt, was Saudi Arabien für die USA ist. Ein Lebensnerv.

Wenn man sich aus den aufstrebenden Märkten verabschiedet, muss man wissen, dass man sich von jenen Ländern trennt, die eindeutig das höchste Wirtschaftswachstum aufweisen. Und zwar nicht nur hinsichtlich der Vergangenheit. Wenn sich das Wachstum in China oder Indien halbiert, stellt es für Westeuropa immer noch eine Wunschtraum-Rate dar, die wohl kaum je mehr erreicht wird. „Aber den Chinesen kann man nichts glauben...“ wird da eingewendet. Nun, der Schreiber dieser Zeilen kann sich nur allzu gut daran erinnern, wie hinsichtlich Japan das gleiche geäußert wurde vor drei Jahrzehnten. Und in den Achtzigerjahren pilgerten dann alle Wirtschaftsprofessoren nach Tokio, um die Rezepte des phänomenalen Erfolges herauszutüfteln. Hüten wir uns also vor allzu kurzfristiger Betrachtungsweise und vor allem davor, Vorurteile zu hegen.

Viele der sogenannten, aufstrebenden Märkte sind a) in Tat und Wahrheit weniger risikobehaftet als viele denken und b) nicht wirklich überbewertet. Indien ist ein Beispiel dafür, dass ein langfristig interessanter Markt sich des öfters quasi selbst überholt, binnen kurzer Zeit viel zu viel zulegt und dann ganz einfach korrigieren **muss**. Das Problem ist nur, dass man als wirklicher Investor grosse Probleme hat, solche überschäumende Momente richtig für Verkäufe zu nutzen und rechtzeitig wieder einzusteigen. Die Gefahr ist enorm gross, dass man einen Gewinn realisiert, kurzfristig clever aussieht, jedoch nicht mehr dabei ist, wenn der Markt – in Widerspiegelung des Wirtschaftswachstums – wieder anzieht. Im März dieses Jahres haben wir da und dort die Spitze unserer Indien Engagements aus Überlegungen einer offensichtlichen Überhitzung verkauft. Der Markt stieg weiter, korrigierte im Mai/Juni binnen kürzester Zeit um 20 % und kam auf die Niveaus zurück, wo drei Monate zuvor verkauft wurde. Man hat also vor der Korrektur verkauft und es nützte gleichwohl wenig. Dies zeigt, wie unglaublich schwierig es ist, eine aussichtsreiche Langfristanlage zu verkaufen, in der Annahme, dass man diese nachfolgend an eine Korrektur wieder billiger zurückkaufen kann. Natürlich ist dieses Vorgehen „schlau“, doch aussichtsreiche Anlagen ausschliesslich aus Kurzfristüberlegungen zu verkaufen ist ein Hochseilakt, der selten gelingt.

Kurs/Gewinn Verhältnis (P/E) Emerging Markets Börsenplätze

Brasilien	Bovespa	8.01
Hongkong	HSI	15.53
Indien	SENSEX	18.10
Indonesien	JCI	11.83
Malaysia	Kuala Lumpur	14.09
Russland	RTS Index	11.97
Taiwan	Taiex Index	12.09
Thailand	SET	10.38
Tschechische Republik	Prag Stock Exchange	16.02
Türkei	ISE nat.	9.53
Ungarn	Budapest Stock Exchange	11.10

Mehr Weizen als Spreu

Asien bietet Investoren viel

Die Frage stellt sich nun, wie wir diese Anlage-Philosophie heute in die Praxis umsetzen. Die Antwort liegt in der Implementierung einer vielfältigen Diversifikation, mit der Absicht, Ausreisser abzufedern. Wir sind vor allem davon überzeugt, dass eine Übergewichtung der asiatischen Märkte aus der Sicht der Investition (das heisst nicht aus der Warte einer Quartalsanlage) angebracht ist. Das grösste Wachstum der Vermögenskreierung findet in diesem Raum statt und das kann für den Konsum – den massgeblichsten Faktor des Wirtschaftswachstums – nichts als positiv sein. Und zwar auf Jahre hinaus. In China und Indien beispielsweise, gibt es praktisch noch keine Supermärkte. Das bedeutet fast unbegrenzte Möglichkeiten für diesbezügliche Dienstleister und deren Belieferer. Wir sprechen hier nicht von Marginalien, sondern von annähernd einem Drittel der Weltbevölkerung. In solchen Trends

investiert man nicht für ein Quartal oder deren zwei, sondern für eine Dekade.

Wir haben uns hier recht detailliert auf das Thema der Emerging Markets eingelassen – primär darum, weil überall davon geschrieben wird, dass die Anleger heute bestrebt seien, das Anlagerisiko zu reduzieren und Gelder in die Heimsphäre repatriiert würden, was den Grund dafür darstelle, dass die Märkte kürzlich so stark gefallen seien. Nun, vieles wird recht unbedarft daher geschrieben. Der Dax Index Deutschlands fiel seit dem Höchst im Mai um 11.4 %, der Schweizer SMI um 9.2 %, während Komponenten des Emerging Markets, wie zum Beispiel Taiwan oder Singapur um 12.7 %, respektive 10.8 % fielen. Kommentar überflüssig.

Unsere bisherige Aussage lautet also dahingehend, dass aufgrund der geltenden Marktbewertungskriterien, wie auch der fundamentalen Aussichten, kein eigentlicher Grund für den markanten Rückschlag der vergangenen zwei Monate besteht.

Wenden wir uns also anderen Aspekten zu um zu evaluieren, ob was anderes faul ist im Staate Dänemark.

In der Tat sind einige Aspekte negativ für den Börsenblick. Nicht etwa erst seit April dieses Jahres. Da wäre in erster Linie der Zinstrend anzuführen. Wir haben uns schon zum Jahresende 2005 detailliert dazu geäußert und die klare Aussage gemacht, dass Obligationen uninteressant, ja gar verlustbringend seien. Die Zinsen sind global am steigen, was im Grundsatz kein positives Omen ist für Aktien und noch weniger für festverzinsliche Anlagen. Keine Unzeit also, Barbestände zu horten. Das Problem ist nur, dass dies für Franken basierte Anleger nach Abzug der Spesen quasi null Rendite erbringt. Für Dollar basierte Investoren sind Festgelder jedoch effektiv eine Alternative, nachdem die Dollar Zinsen von 1 % auf nunmehr 5 % gestiegen sind. Der

amerikanische und der britische Zinszyklus ist weiter vorangeschritten als dies in Europa und Japan der Fall ist. „Inflation“ ist wieder zu einem aktuellen Thema geworden und die Europäischen Realzinsen sind heute zweifellos mickrig. Falls die Europäische Zentralbank Rückgrat zeigt, müssen wir uns deshalb in der Alten Welt auf weitere Zinserhöhungen gefasst machen. Dies ist schlecht für Bankaktien, deren Zinsmargen fallen werden.

Sie werden sich entsinnen, dass wir letztes Jahr das Thema der Stagflation angeschnitten haben. Viele Journalisten haben dieses Wort in der kürzlichen Vergangenheit aus der Mottenkiste hervorgeholt, indem die Entwicklung der Rohwarenpreise extrapoliert und die logische Konklusion gezogen wurde, dass folgerichtig der erfreuliche Wachstumstrend der globalen Wirtschaft rasch verflachen und die Inflation gleichzeitig anziehen würde. Wir glauben eher nicht an ein kommendes Szenario einer Stagflation, primär darum, weil die fortgeschrittene und unaufhaltsame Globalisierung die Lohnkosten in Schach hält. Dies ist zwar sozialpolitisch höchst unerfreulich, doch hinsichtlich Inflationsaussichten positiv zu werten. Die unschöne Begleiterscheinung ist die kontinuierliche Öffnung der Einkommensschere; die Reichen werden reicher, die Mittelschicht verschwindet, und das Heer der Minderbemittelten steigt kontinuierlich. Das arbeitsame Deutschland bringt die zweistellige Arbeitslosenziffer nicht mehr weg mit seiner Unfähigkeit zu reformieren und ist ein gutes Beispiel für einen Arbeitsmarkt, der die Schattenseiten der Globalisierung zu spüren bekommt. Zu viele Menschen streiten sich um zu wenige Arbeitsplätze. Da sind Lohnerhöhungen irre Hoffnungen der Fantasie für Arbeiter und Angestellte. Wir bleiben also dabei, dass ein Auferstehen der offiziellen Inflation unwahrscheinlich ist. Wir sagen hier absichtlich „offizielle“ Inflation, weil nur die statistischen Zahlen der Regierungen effektiv Gehör finden und für Lohnaspekte von Relevanz sind. In unserem Bericht vom 30. Juni 2005 haben wir aufgezeigt, dass die Teuerung jedoch zwei Gesichter hat. Jenes, welches uns durch unsere Regierungen aufgetischt

wird und oft kardinale Bestandteile der Inflation ausschliesst (wie zum Beispiel Nahrungsmittel- und Energiepreise in den USA) und andererseits jenes der Realität, welches jedoch zugegebenemassen eher nur die begüterte Schicht betrifft. Spezifisch: Fünfsterne Hotels, Luxusautos, Eigentumswohnungen, Häuser, Grundstücke haben in den letzten zehn Jahren massive Preissteigerungen erfahren, was eine direkte und logische Folge davon ist, dass die Oberschicht im Zuge der Globalisierung profitiert hat, währenddem die Arbeitnehmer als unbeteiligte Zaungäste vom Inflationstrend der ihnen fremden Welt unbeteiligt blieben. Wenn man also sagt, wir hätten keine Inflation, dann muss man dies klar hinterfragen. Was für die Wirtschaft jedoch zählt, ist lediglich der Aspekt der Volksinflation. Ein unschönes Wort, das man wohl kaum im Duden der Wirtschaftsbegriffe findet, jedoch geeignet scheint zum Ausdruck zu bringen, dass Wohnungspreise in Manhattan und Auktionspreise von Picassos nichts mit volkswirtschaftlicher Inflation - unserer Volksinflation eben - zu tun haben. Wir sehen also keinen Grund dazu, dem heutigen Gemunkel einer Renaissance der Stagflation zuzustimmen.

Gaukelei

Die Tricks der Journalisten

Man sieht sie im Moment nicht mehr so viel. Die prächtigen Grafiken in den Wirtschaftsblättern dieser Welt, die dem geneigten Leser allesamt vorführten, dass jeder dumm und schlecht bedient sei, der in den letzten drei Jahren nicht reich geworden ist. Mit fast abgesprochen scheinender Regelmässigkeit hatten all diese Grafiken nämlich eine Gemeinsamkeit: sie hatten allesamt März 2003 als Ausgangspunkt (Ende der Horrorbaisse 2000-2003) und zeitigten bis April dieses Jahres natürlich unisono eine Super-Performance. Den Vogel schoss immer die Zürcher Kantonalbank ab, welche die zwangsweise übernommenen „Visionen

Fonds“ des gestrauchelten Financiers Ebner als Performance-Ei des Kolumbus darstellte. Nun, die längerfristige Wahrheit sieht ein bisschen anders aus und genau das gleiche ist der Fall mit der Performance aller Börsen. – Die Wahrheit ist nämlich, dass die meisten etablierten Börsen dieser Welt seit Jahren stagnieren. Es kam niemandem in den Sinn, die Grafiken irgendwelcher Aktien für den Zeitabschnitt von 2000 – 2003 isoliert herauszustreichen und so war es natürlich auch unsinnig, unfair oder beides, nur mit den nachfolgenden drei Jahren gross anzugeben. Es ist nun einfach so, dass trotz des Wiederaufbäumens der Märkte zwischen 2003 und (April) 2006 ein Nullsummenspiel der Indizes vorzumerken ist. Das ist Tatsache und wir haben keine Wahl, dies zur Kenntnis zu nehmen. Man nimmt die eingangs des Berichts aufgeführte Tabelle der Fünfjahres-Performance der wichtigen Märkte ungern zur Kenntnis, obwohl diese ein Spiegel der Realität darstellt! Der Schweizer Aktienindex stieg seit Juni 2001 wirklich nicht um mehr als 2.30 % und der Euro Stoxx 50 Index fiel tatsächlich um 17.3 % im Laufe der vergangenen fünf Jahre. – Wir haben jedoch gute Nachrichten: bald werden im Fünfjahresvergleich die argen Baissejahre 2000-2003 aus der Performance-Kalkulation herausfallen und das Bild rosa erscheinen lassen. Das wird jedoch einer Schönmalerei gleichkommen. Die Wahrheit ist, wie gesagt, dass die Weltmärkte seit sehr geraumer Zeit, das heisst seit etwa 6 Jahren, per Saldo nicht vom Fleck kamen. Das tönt fast wie ein Alibi. Ist es aber nicht. – Der Hausarzt des Verfassers dieser Schrift sagte mal vor kurzem: „Sie haben einen Blutdruck wie ein Konfirmand!“ – Hätte ich mich aufgrund dieser Äusserung zur Rekrutenschule eingeschrieben, hätte ich die Realität ebenso verkannt wie die clevere PR-Person der Zürcher Kantonalbank, welche forsch den Zeitfaktor der Visionen Fonds beschönigte und flugs aus einem X ein U machte.

Wir haben es eingangs erwähnt. Wir sehen nicht schwarz aus rein fundamentaler Sicht. – Ja, die Zinsen steigen. Ja, die Weltliquidität fällt. Das sind bremsende Faktoren. Wir müssen uns auch damit auseinandersetzen, dass der Motor der Weltwirtschaft – die USA –

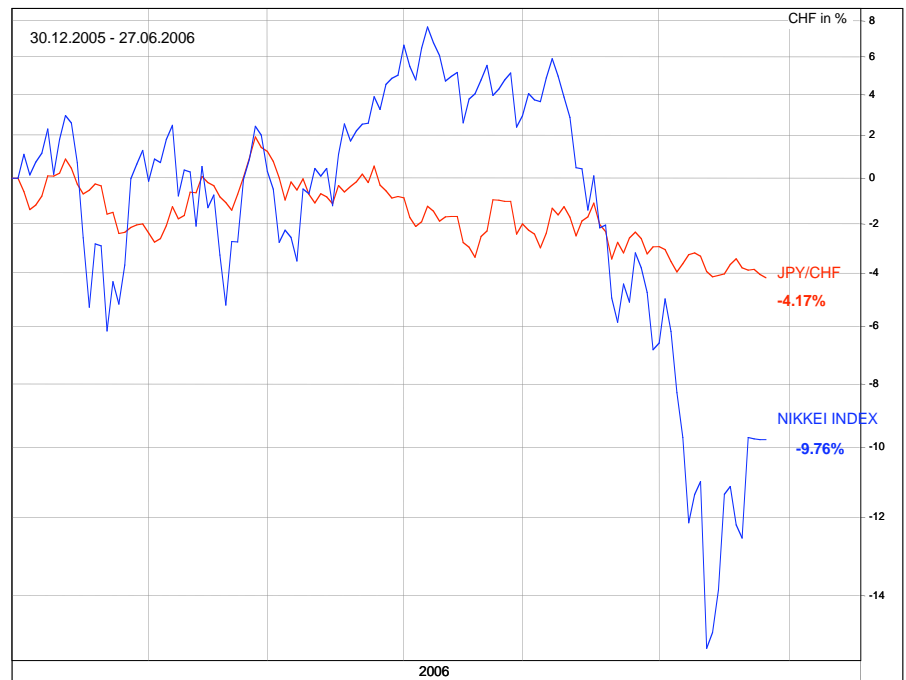
offensichtliche Probleme hat. Nicht, dass das Wachstum in letzter Zeit schlecht gewesen wäre – ganz im Gegenteil. Die sechzehn Zinserhöhungen drücken jedoch auf das Gemüt des privaten Hausbaus und die Kauf euphorie ist weg. Effektiv ist nun ein Überangebot an neu gebauten U.S. Immobilien vorhanden und die Preise sinken. Zweifellos hat dies einen Einfluss auf die Zuversicht der amerikanischen Konsumenten und man muss sich auf eine Abschwächung des U.S. Wirtschaftswachstums einstellen. Vergessen wir jedoch nicht, dass die amerikanischen Aktien Indizes diese Abkühlung schon eskomptiert haben. Ganz im Gegensatz zu Europas und Asiens Märkten sind die amerikanischen Kurse nämlich schon lange seitwärts gelaufen und das Kurs-Gewinn Verhältnis der U.S. Börse hat sich laufend verbilligt. In andern Worten, die anstehende Abkühlung widerspiegelt sich schon in beträchtlichem Masse in den heutigen Bewertungen.

Die Enttäuschung

Die Börse Tokios strauchelt

Eigentlich musste es fast so kommen. Im Laufe der Monate November und Dezember 2005 überschlug sich die Kauf euphorie in Tokio. Riesensummen wurden vom Ausland in japanischen Aktien investiert und manch ein Hedge Fund Manager, der nicht eben viel vom Kabutocho versteht, investierte unbedacht billig geborgtes Geld. Tokio war im Zuge der üblichen Sylvester Umfragen unter Analysten der einsame Favorit für das Jahr 2006 und es kam wie es fast kommen musste. Tokio enttäuschte bald und die massive Korrektur aller Märkte im Laufe der vergangenen zwei Monate war hier besonders arg. Tausende von Anlegern mit wenig fundierten Kenntnissen der makroökonomischen Lage in Nippon (primär Ausländer und vor allem Hedge Fonds) bekamen kalte Füße und liquidierten die noch vor kurzem in Eile erstandenen Positionen.

Nun, so massiv die Kurse in Tokio auch korrigiert haben mögen, wir sind nicht der Meinung, dass dies im erlebten Masse berechtigt war. Wir sind vielmehr der Meinung, dass dies ein Auswaschen der schlecht orientierten Spekulanten war und die Korrektur von 20 % zu einem beträchtlichen Teil technischer Natur war. Die fundamentalen Makrodaten der japanischen Wirtschaft stimmen uns weiter zuversichtlich. Der Makel dabei stellt jedoch der Aussenwert des Yen dar, welcher europäischen Anlegern einen zusätzlichen Strich durch die Rechnung gemacht hat.



Auf der Basis der Kaufkraft-Parität ist der Yen absurd unterbewertet. Das Problem ist nur, dass Währungen oft sehr lange über- oder eben auch unterbewertet bleiben, bevor wieder ein den Gegebenheiten entsprechender Marktwert eintritt.

Das unerwünschte Risiko

Die Aussichten des U.S. Dollars

Der Dollar eben. Unsere Erwartung zu Beginn des Jahres hat sich bestätigt. Der Dollar kam unter Druck und es lohnte sich, die Währung für Franken- oder Euro basierte Portfolios abzusichern.

Der erstaunliche Anstieg des Dollars im Jahre 2005 ist wieder neutralisiert worden. Die primären Gründe für die neuerliche Schwäche der U.S. Währung sind heute grundsätzlich die folgenden:

- Ende des Patriot Acts, während welchem die Repatriierung von Gewinnen für U.S. Firmen Steuervorteile erbrachte.
- Nahendes Ende der U.S. Zinsversteifung (16 Zinserhöhungen seit dem Tiefpunkt)
- Ansteigen der europäischen Zinsen und somit Verringerung des Zinsvorteils des U.S. Dollars
- Diversifizierung der Währungsanlagen seitens der Überschussländer
- Anhaltendes Riesendefizit der U.S. Zahlungs- und Handelsbilanz

Zweifellos ist es richtig, dass Überschussliquidität auf langfristiger Basis da hin fließt, wo die besten Investitionsaussichten vorhanden sind. Dies spricht im Grundsatz für Amerika, denn langfristig bietet Amerika dem Unternehmer und Investor bessere Aussichten als Europa. Das Problem ist nur, dass kurzfristig andere Einflussgrößen überwiegen können und das scheint uns momentan der Fall zu sein. Unsere Engagements in Dollar denominierten Anlage-Instrumenten (Beispiele sind China Strategy Certificate, Arisaig Asia Fund, Amerequity, Elite Diversified, Concept Capital etc. etc.) sind eigentlich zufällig in U.S. Dollar gehandelt und in Erwartung von Wertsteigerungen der inneren Aktiven gekauft worden. Zum heutigen Zeitpunkt ziehen wir es deshalb grundsätzlich vor, die Dollar Exponierung unserer europäischen Klientschaft zu neutralisieren,

indem die U.S. Währung weiter abgesichert wird. Bislang hat sich dies im laufenden Jahr bezahlt gemacht. Wir unterziehen unsere diesbezügliche Einschätzung natürlich einer ständigen Überwachung.

Schlussstenor

Wir setzen auf Abwarten

Die primäre Nachricht, welche wir Ihnen heute übermitteln, besteht eigentlich darin, zu kommunizieren, dass wir die happige Korrektur der Aktienmärkte im Verlaufe der vergangenen zwei Monate als Korrektur von Exzessen und nicht als Ouvertüre zu einer globalen Baisse einschätzen. Unsere Aktienexponierung ist heute zwar tiefer als zum Jahresende 2005, doch wurden diesbezügliche Verkäufe nicht während oder als Folge des eben durchlebten Rückschlags vollzogen, sondern eher während dem ersten Quartal 2006.

Sicherlich ist die Luft heute dünner als am Ende der grossen Baisse vor drei Jahren. Wir denken, dass es an der Zeit war, dass die Märkte den spekulativen Einflussgrössen eine Lektion erteilt haben. Die Zuversicht war allzu gross geworden. Wir raten dazu, aufgrund der unangenehmen Monate Mai und Juni nicht in Panik zu verfallen. Als Unternehmer schliesst man ja schliesslich auch nicht jegliche Filiale, die sporadisch mal einen Verlust einfährt. Bleiben wir also stoisch und sparen wir das Valium für mögliche Notfälle in der Zukunft.

MAB