

Unser Standpunkt, 31. Dezember 2005

- | | |
|---|---|
| 1 Die nackten Zahlen | Das Jahr 2005 aus statistischer Sicht |
| 4 Ende der Freude | Die Obligationen-Zinsen haben definitiv nach oben gedreht |
| 5 Die späte Auferstehung | Japan lässt die Deflation endlich hinter sich |
| 7 Nachbars Garten scheint immer grüner | Die Schweizer Börse war Top |
| 8 Die Versuchung | Gold sieht attraktiv aus. Und nicht nur für Frauen |
| 10 Alle Jahre wieder | Die Wechselkurse sind Jahr für Jahr die wichtigste Einflussgrösse der Performance |
| 14 Sieh, das Gute liegt so nah | Nicht immer: China, Indien, Brasilien boomen |
| 16 Summa summarum | Wie geht es weiter? |

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 nackten Zahlen

Das Jahr 2005 aus statistischer Sicht

Wie Sie als geneigter Leser unserer Zeilen wissen, führen wir unseren Bericht immer mit einer tabellarischen Übersicht der massgeblichen Börsen Indizes ein. Einige unserer Klienten haben zu Recht darauf hingewiesen, dass diese Zusammenfassungen das Geschehen der Finanzmärkte bislang zu einseitig zu Gunsten der Aktienmärkte widergegeben hätten. Die fragliche Tabelle wird deshalb inskünftig durch einige wichtige Obligationen-Indizes ergänzt, zumal der Grossteil unserer Mandate aufgrund einer ausgewogenen Risikostruktur von hälftiger Anlage in Obligationen und gleich grosser Gewichtung in Aktien verwaltet wird. Es ist deshalb angebracht, der Entwicklung der Obligationen-Indizes die gleiche Aufmerksamkeit zu schenken wie jener der Aktienbörsen.

Um unseren Lesern einen Überblick darüber zu verschaffen, wie sich der Finanzmarkt als Durchschnitt von Aktien und Obligationen entwickelt hat, haben wir neu auch einen Indexwert aufgeführt, welcher die Politik des Grossteils unserer Mandate widerspiegelt und eine identische Gewichtung beinhaltet von a) Morgan Stanley Welt Aktienindex und b) EFFAS Obligationenindex. Dieser wird hinfort die Bezeichnung tragen: „Index Ausgewogenes Mandat“. Wir glauben, dass dieser Wert für Sie nützlich sein wird.

Es liegt uns daran, in diesem Zusammenhang wieder einmal darauf hinzuweisen, dass wir nicht allzu viel davon halten, die eigene Performance-Entwicklung vorbehaltlos einigen Indizes gegenüberzustellen und sodann das Verdikt zu ziehen, ob gut oder schlecht angelegt wurde. Dies entspräche nämlich dem Stil des relativen Performance-Vergleichs. Das heisst: Schlägt man den Vergleichsindex, hat man gut gearbeitet. Liegt man unter dem Index, ist

Trauer angesagt und man entlässt den Vermögensverwalter. Diese Vorgehensweise mag in Hausse-Zeiten plausibel scheinen. Wer möchte nicht besser abschneiden als die Börsen-Indizes. Der Haken ist nur, dass diese Denkweise in schlechten Zeiten nicht mehr aufgeht. Wenn die Börsen fallen, möchte man nicht mehr gleichauf sein mit den Indizes und lieber nichts mehr wissen von relativer Performance.

Wir vertreten – wie Sie wissen – ganz eindeutig (und nicht erst seit kurzem) den Standpunkt, dass für private Anleger nur ‚absolute Performance‘ von Belang ist, denn es stellt für Sie kein Trost dar, in einem schlechten Jahr – wie zum Beispiel 2002 – dreissig Prozent verloren zu haben, während der Weltindex noch schlechter abschnitt. Unsere Politik der absoluten Performance bedeutet zuweilen, dass wir in guten Zeiten eher ein wenig unter dem Welt-Index performen, jedoch in schlechten Zeiten kaum je krasse Einbrüche mitmachen. Die Jahre 2000-2002 stellen diesbezüglich ein Beispiel dar.

Die Performance der wichtigsten Börsenplätze

A) 1.1.2005 – 27.12.2005 (in Schweizer Franken/Euro)

		in CHF	in Euro
Schweiz	SMI	+ 32.59 %	+ 31.51 %
Deutschland	DAX Xetra	+ 28.99 %	+ 27.93 %
Frankreich	CAC 40	+ 25.85 %	+ 24.82 %
Grossbritannien	FT-SE 100	+ 21.18 %	+ 20.19 %
Schweden	OMX	+ 25.07 %	+ 24.13 %
Europa	STOXX 50	+ 23.41 %	+ 22.40 %
USA	S & P 500	+ 19.78 %	+ 18.80 %
	Nasdaq	+ 18.26 %	+ 17.29 %
Japan	Nikkei	+ 40.55 %	+ 39.40 %
Bloomberg- Effas Franken/Euro Obligationen Index (5–7 Jahre Laufzeit)		+ 2.04 %	+ 3.95 %
Index ausgewogenes Mandat *		+ 13.47 %	+ 13.91 %

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

		in CHF	in Euro
Schweiz	SMI	- 7.12 %	- 9.39 %
Deutschland	DAX Xetra	- 13.33 %	- 15.37 %
Frankreich	CAC 40	- 17.58 %	- 19.52 %
Grossbritannien	FT-SE 100	- 14.86 %	- 16.86 %
Schweden	OMX	- 12.88 %	- 15.12 %
Europa	STOXX 50	- 22.49 %	- 24.31 %
USA	S & P 500	- 22.37 %	- 24.19 %
	Nasdaq	- 26.88 %	- 28.67 %
Japan	Nikkei	- 7.62 %	- 9.79 %
Bloomberg- Effas Franken/Euro Obligationen Index (5-7 Jahre Laufzeit)		+ 24.90 %	+ 31.34 %
Index ausgewogenes Mandat *		+ 4.43 %	+ 9.14 %

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

50 % Morgan Stanley Welt Aktien-Index

Ende der Freude

Die Obligationen-Zinsen haben definitiv nach oben gedreht

Auch hinsichtlich der Investitionen in mittel- bis langfristigen Obligationen haben wir unserer Ansicht nach glücklich operiert. Grundsätzlich sind wir eher zu früh aus diesem Segment ausgestiegen, doch man kann hier nicht erst agieren, wenn die Trendwende ersichtlich ist. Heute, beispielsweise. Bei einem Stimmungsumschwung können die Obligationenkurse binnen Tagen um bedeutend mehr als einem Jahreszins fallen. In der Schweiz – einem Tiefzinsland – sind die Obligationenkurse in der kürzlichen Vergangenheit effektiv um ein Vielfaches des Jahreskupon gefallen, und man war glücklich bedient, die durchschnittliche Laufzeit des Obligationen- Portefeuilles frühzeitig abgebaut zu haben.

Obligationen sind heute ganz generell unattraktiv. Das heisst nicht, dass wir überhaupt keine Obligationen mehr in unseren Depots hätten, doch wir beschränken uns darauf, sehr kurzfristige Laufzeiten zu halten, wo das Kursrisiko minim ist und die Anlage eher den Charakter einer Geldmarktanlage hat. Eine Ausnahme stellt vielleicht der Pfund Sterling- Sektor dar, wo der Zinszyklus jenem Europas und jenem der USA vorausgeeilt ist.

Die Obligationen-Zinsen haben sich im Jahr 2005 sehr lange unverständlich tief gehalten und in Amerika wurden rund zehn Zinserhöhungen der Zentralbank quasi ignoriert. Das hat sich jedoch im letzten Quartal geändert und wir erwarten, dass auch die Europäische Zentralbank und die Schweizer Nationalbank aktiv werden hinsichtlich Versteifung der Zinsen. Dies scheint angesichts der eher lethargischen Wirtschaftsentwicklung in Europa und der Schweiz erstaunlich. Tatsache ist jedoch, dass die Teuerung wiedererwacht ist, und wenn es die Zentralbanken ernst nehmen mit Stabilität, dann

müssen sie nun agieren. Die Politiker schreien jedoch da und dort nach dem gegenteiligen Schritt. Hoffen wir, dass diese Berufsgattung ignoriert wird. Das gereicht uns generell zum Vorteil.

Fazit: Hände weg von mittel- bis langfristigen Obligationen. Der heutige Risikofaktor ist hoch. Wenn Sie also bemerken, dass wir beispielsweise recht unattraktiv erscheinende, kurzfristige Franken-Festgelder halten, dann bedeutet das nicht, dass wir Ihre Mittel fantasielos herumliegen lassen. Vielmehr sind dies bis auf weiteres geparkte Gelder, welche bis vor kurzem in Pièces de résistance – Obligationen – investiert gewesen waren.

Die Versuchung ist gross, Erlöse aus Obligationen-Verkäufen eben nicht in scheinbar unattraktiven Kurzfrist-Anlagen anzulegen, sondern in den Aktienmarkt umzuschichten – mit dem Resultat, dass die langfristigen Anlage-Richtlinien über den Haufen geworfen werden und die Risiko-Matrix nach und nach nicht mehr Ihrem Risiko-Profil entspricht. Dies muss vermieden werden, und es ist unserer Meinung nach unabdingbar, dass lediglich die Laufzeit der festverzinslichen Anlagen geändert wird – das heisst, Obligationen werden umgeschichtet in kurzfristige Festgelder – und nicht etwa das Risiko-Profil der Klientschaft. Disziplin ist also angesagt.

Die späte Auferstehung

Japan lässt die Deflation endlich hinter sich

„Besser spät als nie“ sagt man bisweilen. Nun, hinsichtlich Japan kam unsere Anlagezuversicht eher zu früh, indem wir schon im Jahr 2004 die Tokioter Börse als Musterknabe des Jahres voraussagten – jedoch ein bisschen länger warten mussten, bis der Börsentrend wirklich drehte. Die fundamentalen Voraussetzungen haben sich nun deutlich

zum Positiven verändert, und man darf davon ausgehen, dass nun die lange andauernde, deflationäre Ära definitiv der Geschichte angehört und Frau Watanabe (die Ehefrau entscheidet in Japan über Konsum oder Nichtkonsum) nun endlich die Einkaufszentren wieder nachhaltig heimsucht.

Die vorgehend staatlich gestützten und arg gebeutelten Banken haben sich zwischenzeitlich gesund geschrumpft und sind wieder fit getrimmt für die Zukunft. Die Immobilien-Preise sind nach über fünfzehnjährigem Abbröckeln wieder im Aufwind, was uns manch eine erfolgreiche Börsenanlage ermöglicht hat. Bisläng hat sich die diesbezügliche Trendwende noch auf den institutionellen Markt beschränkt, doch es dürfte nun nicht mehr lange dauern, bis auch der private Hausmarkt wieder zum Leben erwacht. Die Zeit des hyperbilligen Geldes ist jedenfalls vorbei und die Zentralbank lässt keine Möglichkeit ungenutzt, um zu manifestieren, dass die Zinsen steigen werden – quasi als krudes Signal an die Bürger, dass bald alles (endlich) wieder teurer werde und man bitte schön wieder konsumieren möge.

Wir sind in Japan generell übergewichtet investiert und glauben, dass auch das neue Jahr in Japan gute Anlageaussichten bietet. Leider ist der Yen im Kielwasser des starken Dollars recht schwächlich geworden. Wir glauben nicht, dass dies lange andauern wird und erwägen keine Absicherung des Wechselkursrisikos. Der Yen dürfte seine schwächliche Tendenz des Jahres 2005 bald wieder ablegen.

Nachbars Garten scheint immer grüner

Die Schweizer Börse war Top

Der Schreiber dieser Zeilen war in der Vergangenheit hinsichtlich der Schweiz oft kritisch eingestellt. Nicht etwa in Bezug auf helvetische Lebensqualität oder der Fähigkeiten unserer jungen Fussball-Nationalmannschaft – sondern eher bezüglich Wirtschaftsaussichten, Protektionismus, Reformstau (was für ein Unwort) und dergleichen. Nicht, dass sich diesbezüglich nun plötzlich viel geändert hätte - in der Schweiz mahlen die Mühlen gemächlich – und noch immer hapert es mit unserem Wachstum. Die Schweizer Börse kümmerte dies jedoch wenig im vergangenen Jahr und legte massiv zu. Eigentlich brauchte man hierzulande im Jahr 2005 keinen Vermögensverwalter. Das Vermögen gesamthaft im SMI Index anzulegen wäre das einfachste und erfolgreichste Rezept, das billigste Ei des Kolumbus, gewesen. Wir entschuldigen uns deshalb für unsere unpatriotischen Schreibkapriolen der Vergangenheit, denn weniger Skepsis für die heimischen Gefilde hätte uns viel analytische Arbeit der fremden Märkte erspart und unseren Schweizer Franken basierten Klienten einfach zu erarbeitende Gewinne eingefahren. Ganz anders wäre das Jahr für unsere Dollar basierte Kundschaft ausgefallen. Die beträchtliche Aufwertung der U.S. Währung hätte einen Grossteil der Franken Buchgewinne weggefressen. Das Leben eines Vermögensverwalters ist nicht einfach. Was da ein Gewinn ist, erscheint dort nur allzu oft als Verlust. Wir kommen später noch auf das Thema der Wechselkurse zu sprechen.

Die fundamentalen Grunddaten sind aus kurzfristiger Sicht oft keine Rezeptur, dieses oder jenes Jahr richtig zu erwischen. Die Schweizer Börsen-Indizes wurden durch die grossartige Performance der 5 Schweizer Elefanten beflügelt: durch Roche (+ 49.58 %), Novartis (+ 19.46 %), UBS (+ 31.62 %), CS (+ 40.69 %), Nestlé (+ 30.59 %).

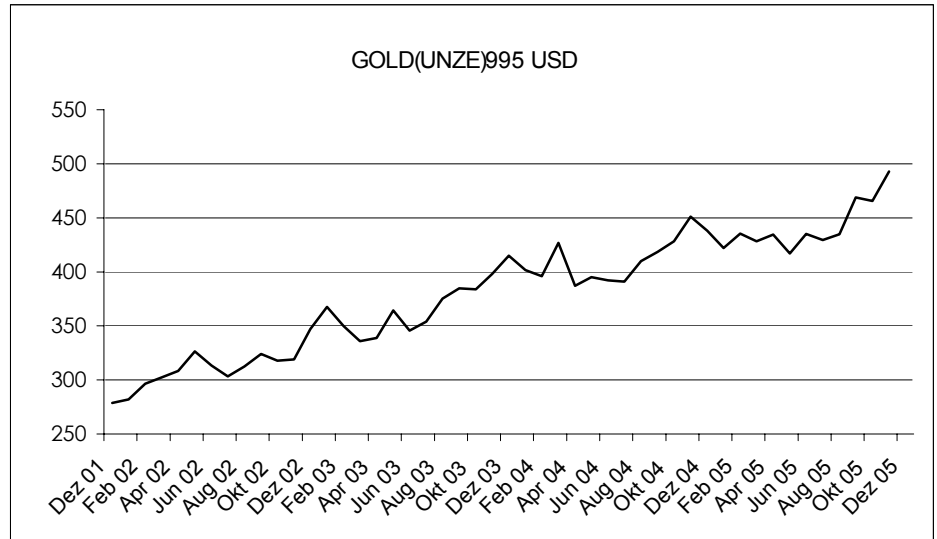
Wussten Sie übrigens, dass diese fünf Schweizer Grosskonzerne rund 73 % des SMI Börsenindex ausmachen? Das ist echt wunderbar für die Herren Fondmanager. Wenn man diese paar Aktien immer getreulich in einem Schweizer Aktienfond hält, muss man nie mit Schimpfe rechnen, denn der SMI Index ist ja quasi stillschweigend übernommen. Das ist keine böse Nachrede, sondern Tatsache und hat zusätzlich den Vorteil (für die Verwalter der Fonds), dass man sich die Hausaufgaben der Analyse ersparen kann.

Langer Rede kurzer Sinn: viele unserer Franken basierten Depots waren im vergangenen Jahr in der Schweiz unterinvestiert. Der Garten des Nachbarn scheint halt auch im Anlagemetier grüner zu sein als die eigene Wiese. Zum Glück haben wir jedoch einige Dinge richtig gemacht. Zum Beispiel in Japan dabei zu sein.

Die Versuchung

Gold sieht attraktiv aus. Und nicht nur für Frauen

Als Alternative zu kurzfristigen Festgeldern – die für Franken Anleger (noch) praktisch nichts abwerfen, kann heute Gold durchaus als Alternative in Frage kommen. Dafür spricht der unzweideutige Anstieg der Inflation. Auch aus technischer Sicht hat der Goldpreis ein interessantes Niveau erreicht:



Der Gold-Markt ist relativ „eng“. Das heisst, relativ unbedeutende Beträge können den Goldpreis massiv beeinflussen. Sollten die Hedge Fund Manager von andern Rohwaren auf Gold umpolen, so könnte dies den Kurs binnen kürzester Zeit in die Höhe katapultieren. Wir haben gesehen, wie volatil sich der Ölpreis verhalten hat. Da waren nicht nur die Chinesen schuld (wie an vielem anderen Unbill).

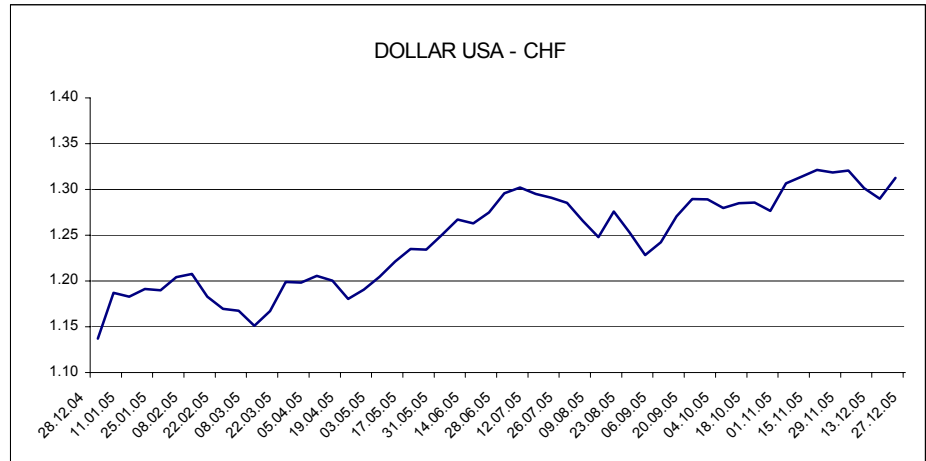
Auch die Zentralbank-Verkäufe von „unnötigem“ Gold, deren Erlös beispielsweise in der Schweiz zu einem grossen Teil an die Kantone verteilt wurde – und nun in Verkehrskreisel, Velowege und ähnlichen Zerstörern des Volksvermögens münden – neigen sich dem Ende zu. Die Zentralbanken haben es fertig gebracht den „unnötigen“ Goldschatz des Volkes quasi zum Tiefstpunkt des Preiszyklus verschachert zu haben. Das war hierzulande eine Meisterleistung des schlechtest möglichen Timings überhaupt. Nicht, dass die Schweizerische Nationalbank schuld daran wäre. Es sind die Begehrlichkeiten der Politiker und Lokalbehörden, die gierig nach den Überschüssen der Zentralbank lechzten und zwischenzeitlich ihr Himmelsgeschenk in Form von einigen Milliarden erhalten haben. Wir

garantieren nicht oft etwas, aber hier machen wir eine Ausnahme. Binnen kürzester Zeit wird die Minna verscherbelt sein. Zum Wohle der Politiker und zum Schaden unserer Kinder. Aber hier regen sich wieder kritische, gegen Helvetia gerichtete Worte, was sich – wie wir schon gebeichtet haben – zuweilen als unangebracht erweisen kann. Wie auch immer: Gold darf heute als Alternative zu Liquidität in Betracht gezogen werden. Leider spielt hier für in Euro oder Franken denkende Anleger der Wechselkurs des Dollars eine massgebliche Rolle. Das heisst, mindestens ein Teil eines potentiellen Gewinns könnte durch einen Währungsverlust aufgefressen werden. Wenden wir uns nun also kurz den Aussichten des Dollars zu:

Alle Jahre wieder

Die Wechselkurse sind Jahr für Jahr die wichtigste Einflussgrösse der Performance

Vielleicht entsinnen Sie sich, dass wir vor einem Jahr die Wahrscheinlichkeit als gross einstufen, dass der Dollar - für den damals praktisch keine Bank ein gutes Wort aufbrachte - im Jahr 2005 eine Trendwende vollziehen würde. Wir lagen gut mit dieser Voraussage:



Vor einem Jahr wusste jeder Bankberater, jeder Analyst, selbst die Kioskfrau, die unsere Financial Times liefert, dass mit dem Dollar alles im argen lag und in Papageymanier plapperten alle selbiges daher: Das Zwillingsdefizit (Zahlungsbilanz- und Handelsdefizit) der USA sei ausser Kontrolle und die Ausländer bald nicht mehr bereit, das klaffende Loch der Weltverbesserer-Nation zu stopfen. Der Konsens war in fast überwältigender Art und Weise negativ hinsichtlich der Aussichten des U.S. Dollars. Währungsprognosen sind immer eine heikle Angelegenheit und oft hat man mit der Voraussage recht, doch man liegt mit dem Timing völlig falsch – was auch nicht eben hilfreich ist. Alan Greenspan, der ja eigentlich am besten befähigt sein sollte, den Trend des Dollars vorauszusagen, gab vor einigen Monaten offen zu, dass man hinsichtlich Währungsprognosen ebenso gut eine Münze aufwerfen könne und es müssig sei, Experten zu konsultieren. Die unten aufgeführten Fakten im Zusammenhang mit den Prognosen der Gurus dieser Welt spricht eine deutliche Sprache.

Wie dem auch sei (wir enthalten uns eines Kommentars hinsichtlich unserer Erfahrungen mit Währungsanalysten), die Stimmung gegenüber dem Dollar war vor einem Jahr derart negativ, dass der Dollar quasi drehen MUSSTE. Wenn jeder negativ ist, hat er (oder auch sie) logischerweise schon verkauft oder abgesichert. Wir basierten

unsere Voraussage hinsichtlich Trend des Dollars vor einem Jahr deshalb mehrheitlich auf dem vorherrschenden und überwältigend negativen Konsens bezüglich der U.S. Währung. Eigentlich war es recht einfach damals. Wir können es uns jedoch nicht verkneifen, Ihnen heute darzulegen, was die grossen Experten Anfang 2005 (spezifisch Financial Times-Ausgabe vom 8. Januar dieses Jahres) betreffend der Aussichten des U.S. Dollars voraussagten:

Name des Experten	Voraussage per Ende 2005	Effektiver Kurs Ende 2005	Abweichung
Sean Collow, Stratege Idea Global	USD/EUR 1.40 USD/JPY 96 (!)	1.1915 117.15	- 14.9 % - 18.00 %
Bilal Hafeez, Global Head Foreign Exch. Deutsche Bank	USD/EUR 1.43 USD/JPY 93 (!!) und sogar USD/EUR 1.50 USD/JPY 87	1.1915 117.15 per Ende 2006 per Ende 2006	- 16.70 % - 20.60 %
Michael Woolfolk, Senior Currency Strategist Bank of New York	USD/EUR 1.45 USD/JPY 90 (!!) USD/GBP 2.05 (!!)	1.1915 117.15 1.7380	- 17.80 % - 23.20 % - 15.20 %
Laurie Cameron, Head Forex Department JP Morgan	USD/EUR 1.40-45 USD/GBP 2.00 plus	1.1915 1.7380	- 14.90 /- 17.80 % - 13.10 %

Sehen Sie sich das an! Soll man da wirklich die Chef-Devisenhändler dieser Welt konsultieren? Die Herren und Damen hatten genau die gleiche analytische Fähigkeit wie unsere Kioskfrau. Wir tendieren lieber

dazu unseren gesunden Menschenverstand einzusetzen und vor allem ein scharfes Auge auf dem vorherrschenden Konsens zu halten.

Heute ist die Sachlage ein wenig komplizierter als vor zwölf Monaten, doch auch im neuen Jahr wird der Dollar ganz bestimmt eine kardinale Rolle spielen hinsichtlich Performance. Man kann es drehen wie man will - man kommt nicht um den Dollar herum und ein global diversifiziertes Portfolio wird immer einen gewichtigen Teil im Dollarraum investiert haben. Es stellt sich somit heute wieder die sehr verzwickte Frage, ob wir den Dollar für Franken- und Euro-basierte Klienten absichern – oder ob die U.S. Währung zum heutigen Zeitpunkt weiteres Aufwertungspotential hat. Trifft letzteres zu, müssen wir wiederum für unsere Dollar-Kundschaft agieren und die europäische Gemeinschaftswährung, respektive den Franken, absichern.

Und der Yen? - Der liebe Yen. Nippons Währung verhält sich aus fundamentaler Sicht nie so wie es die Logik diktiert, sondern wie es Japans Zentralbank für opportun hält. Darum versuchen wir meistens gar nicht, die Absichten dieser Herren vor auszusehen. Die meisten Profis, die versuchen den Trend des Yens vor auszubestimmen, haben arg zerkaute Fingernägel.

Die Konstellation des Dollars ist heute anders als vor einem Jahr. Das Zwillingsdefizit ist weiterhin sehr evident – nur spricht niemand mehr davon. Schon eigenartig. Der Repatriation Act, durch den die amerikanischen Multis einen bedeutenden Steueranreiz erhielten, in Übersee gehaltene Gewinne nach den USA zu transferieren, resultierte letztes Jahr in einer bedeutenden, wenn auch temporär bedingten Nachfrage nach Dollars. Auch die ausländischen Zentralbanken schickten weiter brav Riesensummen an Dollars nach Amerika und halfen das Zahlungsbilanzloch zu stopfen. Zugegeben, im Zuge der Globalisierung fließt das Geld da hin, wo die besten Wachstumsaussichten bestehen, und da gewinnt Amerika eben

gegenüber Europa. Gleichwohl sind wir heute vorsichtiger gestimmt gegenüber dem Dollar als vor einem Jahr und tendieren dazu, die U.S. Währung - bei Gelegenheit zum mindesten - teilweise abzusichern. Da jedoch die Aussichten der U.S. Währung ambivalent sind, neigen wir dazu, eine Absicherungstaktik eher mittels Optionsstrategie als durch Terminverkäufe vorzunehmen. Das heisst, eine Versicherungsprämie auszusetzen, die einerseits eine markante Dollarschwäche zum grösseren (aber nicht gänzlichen) Teil absichern würde, andererseits jedoch potentielle Währungsgewinne nicht unterbinden würde. Mutigere, spekulativ eingestellte Leser unserer Zeilen könnten den Yen auf Termin gegen Dollar kaufen. Bei Yen 120 zum Dollar scheint die japanische Währung günstig.

Wir sind überzeugt, dass das Währungsmanagement auch im neuen Jahr eine sehr ausschlaggebende Rolle spielen wird und wir werden äusserst bestrebt sein, pragmatisch zu agieren. Vielleicht ist man wiederum gut beraten, die Meinungen der Strategen zu ignorieren. Letztes Jahr lagen diese fast Unisono falsch. Vielleicht schauen wir wieder bei der Kioskfrau vorbei.

Sieh, das Gute liegt so nah

Nicht immer: China, Indien, Brasilien boomen

Ein paar Worte zu den aufstrebenden Märkten: Unser Engagement in Osteuropa hat sich flott entwickelt. Die Bewertungen sind heute nicht mehr so günstig wie vor einem Jahr, doch die Globalisierung Europas bedeutet auch in Zukunft Minne für die neuen EU-Länder und für Russland. Selbst das Armenhaus des alten Kontinents – Rumänien, Bulgarien – und die vor kurzer Zeit so arg gebeutelten Balkan-Staaten versprechen, interessante Anlage-Länder zu werden. Vor allem die Banken haben hier grossartige Aussichten. Die Zinsmargen auf

Hypothekengeschäfte sind besser als im Schlaraffenland und man darf darauf setzen, dass der Immobilienmarkt in diesen Ländern auf viele Jahre hinaus ein Wachstumsgebiet darstellt. Kein Wunder also, dass sich die europäischen Banken um die Übernahme vieler lokalen Finanzinstitute streiten. Wir sehen keine Veranlassung dafür, uns von unseren Engagements in Osteuropa zu trennen und Gewinne zu realisieren. Gewisse Märkte (Tschechei, Polen) sind zur Zeit zwar überbewertet, doch gleichzeitig eröffnen sich neue Gelegenheiten in der Ukraine, Serbien und der Türkei.

Mitte 2005 haben wir uns hinsichtlich der kurzfristigen Aussichten in China etwas zurückhaltender geäußert. Effektiv stagniert die Börse etwas, obwohl weder Bewertungen, noch Aktienrenditen zur Besorgnis Anlass geben. Gleichwohl bleibt zu befürchten, dass die Gewinnmargen im neuen Jahr schrumpfen und eben dies scheint zur Zeit an der Börse eskomptiert zu werden. Wir bleiben bei unseren Anlagen, doch da und dort haben wir die Exponierung eine Spur zurückgefahren.

In naher Zukunft sind die Aussichten in Indien eher besser als in China. Das freie Unternehmertum ist hier bedeutend etablierter als im Nachbarland China. Vor allem die Innovationskraft des Landes beeindruckt, und der Arbeitswille, die gewaltige Produktivität und nicht zuletzt der Bildungsstand der jungen Generation, versprechen eine rosige Zukunft. Wussten Sie, dass genetische Auswertungen erwiesen haben, dass Inder in mathematischer Hinsicht anderen Rassen unzweideutig überlegen sind? – Wir haben Indien eine Nische in unseren Portefeuilles eröffnet, die eher weiter ausgebaut wird. Man muss hier jedoch mit Volatilität leben können. Kurzfristige Performance-Rückblicke können an der Börse Mumbais Adrenalinstöße auslösen und man tut gut daran, sich zum Vornherein auf bedeutende Kursausschläge einzustellen.

Südamerika ist bislang bei vielen Vermögensverwaltern ein Findelkind gewesen. Die politischen Turbulenzen sind für viele Anleger zu starker Kaffee. Das war bisher auch für uns zutreffend. Die Vorurteile sind jedoch oft allzu subjektiv und wir befassen uns zur Zeit mit einer Palette von Hausaufgaben, welche für unsere global engagierten Klienten ein Engagement zeitigen könnte. - Unser Anlage-Globus ist sehr gross geworden. Das macht das Métier interessant, doch es bedeutet auch, dass das potentielle Universum des Investierens riesig geworden ist. Da kann es schon mal vorkommen, dass man ein nahe liegendes Kleinod (Schweizer Börse im Jahr 2005) zu Gunsten einer neuen Ferne vernachlässigt hat. Wir bitten um Nachsicht...

Summa summarum

Wie geht es weiter?

Wir hoffen, dass wir Sie noch nicht gelangweilt haben mit diesen Zeilen. Manchmal tun uns die Bankkunden nämlich leid hinsichtlich der Literatur, die diesen durch die Bankenwelt zugemutet wird und meistens in einer intellektuellen Grosstat gipfelt, die besagt, dass man „langfristig vorsichtig optimistisch gestimmt“ sei. Das sind dann wahrlich literarische Schlafpillen, die man verständlicherweise schnell dem Reisswolf übermacht. Der Verfasser dieser Zeilen erinnert sich gut an eine Äusserung seines ersten Bankchefs, die da lautete, dass man gut daran tue, nie eine klare Prognose zu stellen. Dann liege man nämlich nie falsch. Nun, wir bemühen uns, das Gegenteil dieser generaldirektorischen Doktrin zu befolgen und jeweils Klartext zu sprechen. So auch heute.

Die Finanzmärkte bleiben dominiert von einem Überhang an Weltliquidität, geschürt durch die hyperlockere Geldpolitik der grössten Industrieländer der Welt. Angesprochen sind Japan und vor allem das

Gebaren der USA im Laufe der vergangenen Jahre. Wir haben schon vor einiger Zeit geäussert, dass Herr Greenspan gut daran getan hätte, am Zenith seines Tuns zurückzutreten. Wir glauben nicht, dass die Geschichtsbücher der Wirtschaftslehre zukünftig so lobend umgehen mit dem abtretenden U.S. Zentralbankboss, wie die Redaktoren der Gegenwart. Greenspan hat den Fehler begangen, sich der Finanzmärkte und nicht der monetären Stabilität zu widmen, was zweifellos der Grund des heutigen Liquiditätsüberhangs darstellt. Das freut viele, doch die Gefahren für die Zukunft dürfen nicht ausser acht gelassen werden. Die Schuldenmacherei ist endemisch geworden. Kunststück, wenn einem die Kredite quasi zum Nulltarif nachgeschmissen werden und Häuserkäufe vollumfänglich durch die Bank finanziert werden (2004: 70 % der Neukäufe in Kalifornien). Die Bankiers scheinen nie dazuzulernen. Nun, die U.S. Zentralbank hat letztes Jahr schon ein bisschen kalte Füsse bekommen hinsichtlich des billigen Geldes und zwischenzeitlich die Zinssätze zwölf mal erhöht auf nunmehr 4 %. Auch die japanische Zentralbank hat klar gemacht, dass die Zeit der Kredite zum Nulltarif vorbei sei. Herr Trichet, Chef der Europäischen Zentralbank, versucht ebenfalls zu kommunizieren, dass die Stabilität mittels höherer Zinsen geschützt werden muss. Hier verursachen jedoch unzählige EU-Länder ein Mordslamento. „Ich nicht, du auch“ heisst es quasi. Die Einigkeit lässt grüssen. Die Schweizerische Nationalbank schliesslich, hat den Markt unmissverständlich auf Zinserhöhung(en) vorbereitet und die ersten diesbezüglichen Schritte dürften bald folgen – oder zur Zeit der Lektüre dieses Berichtes schon eingetreten sein. Fazit: der Spass des übertrieben billigen Geldes ist bald einmal vorbei. Das Phänomen, dass sich der amerikanische Obligationenmarkt wider jede Logik äusserst gut gehalten hat, darf nicht als bleibender Zustand erachtet werden. Andernfalls wird die Zinskurve invers kippen (siehe unser Zwischenbericht 2005) und wenig Erfreuliches bedeuten. Jedenfalls sind wir in bezug auf Obligationen (siehe oben „ENDE DER FREUDE“) äusserst zurückhaltend eingestellt und raten von längeren Laufzeiten

ab. Steigende Zinsen sind im allgemeinen ein gefährliches Omen für Aktien. Muss man also hier auch in Deckung gehen? Gute Frage. Es wird sehr vom Mass der Zinsversteifungen abhängen, ob dies angezeigt sei. Aus historischer Sicht werden die Zinsen auch im neuen Jahr relativ tief bleiben und aller Voraussicht nach werden sich die Gesellschaftsgewinne weiter verbessern. Es scheint also verfrüht, allzu pessimistisch zu sein, doch es versteht sich von selbst, dass wir die Zinsentwicklung sehr intensiv verfolgen. Unsere Aktien-Allokation wird im Moment (noch) nicht markant verändert. Die wichtige Änderung vollzog sich im Obligationen-Segment, wo die Durchschnittslaufzeit stark zurückgefahren wurde und Festgelder wieder prominenter erscheinen als zuvor. Gold ist da und dort als Liquiditätsersatz aufgenommen worden. In Schweizer Franken-Depots ist es unvermeidlich, dass der Kontokorrent-Saldo bei kleineren Portefeuilles sporadisch unangelegt verharret, da für kurzfristige Festgelder Minimas bestehen und diese auf Nettobasis zudem fast mehr Spesen als Einkommen verursachen.

In Europa bleiben wir bei diversen Anlagen in Nischen-Gesellschaften. Zugegeben, wir haben im vergangenen Jahr einige Kursfortschritte von europäischen Blue Chips verpasst, doch auf mittelfristiger Basis ziehen wir es vor, in Spezialsituationen engagiert zu sein.

Japan bleibt dominant vertreten, komplimentiert durch südostasiatische Fonds (im Aufbau) und den schon beschriebenen Engagements in China und Indien. Hin und her macht Taschen leer. In letzteren Märkten werden wir nicht versuchen das Markt-Timing zu optimieren und zu versuchen, kurzfristigen Rückschlägen mit Verkäufen zu vermeiden. Wir beabsichtigen hier länger dabei zu sein.

Und da bliebe der U.S. Aktienmarkt, der im vergangenen Jahr nicht gross von sich reden machte. Wall Street verhielt sich in klassischer Manier. Die ständigen Zinserhöhungen drückten aufs Gemüt und die

Breite des Marktes war langweilig. Im neuen Jahr wird sich bald einmal abzeichnen, dass sich die Zinserhöhungen beruhigen werden und wir könnten uns vorstellen, dass Amerika im Jahr 2006 wieder etwas besser in Form kommen könnte, zumal man auch dieses Jahr mit recht positiven Gesellschaftsgewinnen rechnen kann.

Generell muss man der Versuchung widerstehen, die aus Obligationenverkäufen frei gewordenen Mittel – die zum Teil fast keine Rendite abwerfen – zusätzlich in den Aktienmarkt zu schleusen. Wir müssen auch die Teuerungszahlen stark im Auge behalten, was ein schwieriges Unterfangen ist. Die offiziellen Inflationszahlen sind nämlich überall total gezinkt und widerspiegeln in keiner Weise die effektive Entwicklung an der Teuerungsfrent. Wenn unabhängige Stellen die Inflation messen dürften, würden uns die Haare zu Berge stehen, in welcher arger Art und Weise viele Einflussgrössen der Inflation klammheimlich weggestrichen werden. Die Politiker kümmern sich schon darum, dass die Zahlen „stimmen“ und sind laufend bemüht, viele wirklich massgebliche Faktoren aus dem Warenkorb zu kippen. Bleiben wir also auch im neuen Jahr bei einem bewährten Konzept des gesunden Menschenverstandes, und hüten wir uns diszipliniert vor der Dreierbande: 1. dem vorherrschenden Konsens, 2. den Chefanalysten (siehe „Alle Jahre wieder“) und 3. den Versprechen und Voraussagen der Politiker. Befolgen wir diesen Rat in beherzter Weise, dann haben wir das Jahr 2006 schon halbwegs gemeistert.

MAB