

Unser Standpunkt, 30. Juni 2007

- | | | |
|----|-----------------------------|--|
| 2 | Absturz? – Boom? – Was nun? | Das heutige Börsenumfeld |
| 3 | Manie und Geldgier | Was heutzutage eher Angst macht |
| 6 | Die Rosinenseite | Was jedoch für ein anhaltend gutes Umfeld spricht |
| 9 | Unternehmer oder Spieler? | Investieren füllt das Füllhorn.
Hin und her macht Taschen leer. |
| 11 | Haben Sie keine Angst | Das 21. Jahrhundert gehört Asien |

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) 1.1.2007 – 27.6.2007 (in Schweizer Franken/Euro)

		in CHF	in Euro
Schweiz	SMI	+ 2.73%	+ 0.21%
Deutschland	DAX Xetra	+ 21.23%	+ 18.26%
Frankreich	CAC 40	+ 9.91%	+ 7.22%
Grossbritannien	FT-SE 100	+ 7.75%	+ 5.11%
Schweden	OMX Stockholm 30	+ 8.02%	+ 5.37%
Europa	STOXX 50	+ 9.79%	+ 7.09%
USA	S & P 500	+ 6.89%	+ 4.27%
	Nasdaq	+ 8.57%	+ 5.90%
Japan	Nikkei	+ 1.46%	- 1.03%
	Morgan Stanley Welt Aktien Index	+ 7.74%	+ 5.10%
	Bloomberg- Effas Franken/Euro Obligationen Index (5–7 Jahre Laufzeit)	- 1.45%	- 0.84%
	Index ausgewogenes Mandat *	+ 3.14%	+ 2.13%

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

		in CHF	in Euro
Schweiz	SMI	+ 50.94%	+ 34.45%
Deutschland	DAX Xetra	+ 99.84%	+ 78.01%
Frankreich	CAC 40	+ 71.13%	+ 52.43%
Grossbritannien	FT-SE 100	+ 51.60%	+ 35.04%
Schweden	OMX	+ 124.56%	+ 100.02%
Europa	STOXX 50	+ 58.08%	+ 40.81%
USA	S & P 500	+ 25.63%	+ 11.90%
	Nasdaq	+ 46.98%	+ 30.92%
Japan	Nikkei	+ 35.76%	+ 20.92%
	Morgan Stanley Welt Aktien Index	+ 45.58%	+ 29.85%
	Bloomberg- Effas Franken/Euro Obligationen Index (5-7 Jahre Laufzeit)	+ 13.61%	+ 24.48%
	Index ausgewogenes Mandat *	+ 29.60%	+ 27.16%

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

Absturz? - Boom? - Was nun?

Das heutige Börsenumfeld

Unser Titel reimt sich fast. Die Interpretationen der Tagespresse jedoch eher weniger.

Im Laufe der vergangenen Monate haben wir eine veritable Propheten-Manie erlebt. Eigenartigerweise waren sich jedoch alle Journalisten, Analysten und sonstige Kaffeesatzleser bei jeder eintretenden Börsenkorrektur über den bevorstehenden Trend einig. Abwärts wird's gehen und dies in happiger Manier. Ein Crash steht bevor. Eine Blase sei die Weltbörse; ein fragiler Luftballon mit mächtigem Atüdruck. Überall sieht man heute Grafiken der Jahre 1999-2000 und man zieht die Parallelen zum heutigen Umfeld. Endzeit ist es seit geraumer Weile. Natürlich hat man irgendwann recht, wenn man Quartal für Quartal einen Rückschlag prophezeit. Auch dieses Jahr erlebten wir schon ein paar deftige Korrekturen, doch die manisch negativen Berichterstatter werden immer wieder in die Schranken gewiesen, indem die Börsen eben nur schulbuchmässig korrigieren und sich dann wieder eines Besseren besinnen.

Bislang haben wir Nerven bewahrt und sind den vielen negativen Stimmen die da sind, noch nicht gefolgt. Es ist jedoch berechtigt, der Frage heute nachzugehen, ob man sich in Deckung begeben soll oder eben nicht. Es ist eine immer wiederkehrende Tatsache, dass die letzte Phase einer Hausse die bedeutendsten Gewinne hervorbringt und es hilft wenig, ein Jahr zu früh auszusteigen, quasi vorlaufend recht zu haben, jedoch den Hauptspass des Geschehens zu verpassen.

Wir möchten uns also ein paar Minuten der Frage zuwenden, ob die Endzeit schon angebrochen sei oder ob vielleicht ein paar Gründe im Raume stehen, die zu einem weiteren Verweilen in den Aktienmärkten einladen.

Manie und Geldgier

Was heutzutage Angst macht

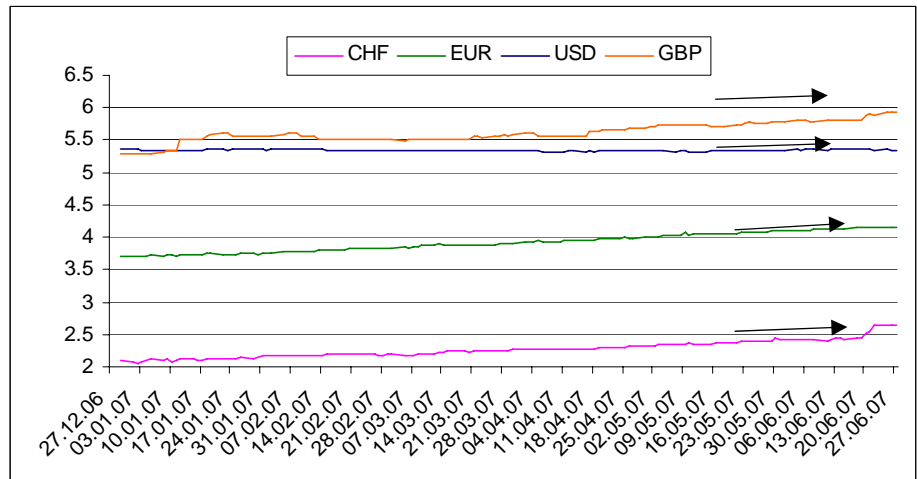
Da wäre vorerst die grassierende Übernahme-Manie. Giganteske Deals werden abgeschlossen und quasi kein Unternehmen ist heutzutage vor einer freundlichen oder eben unfreundlichen Übernahme-Offerte gefeit. Und kaum wird eine solche lanciert, kommen auch schon Mitbieter von links und rechts, welche noch höhere Gebote unterbreiten. Die Private-Equity-Unternehmungen, welchen Unsummen von spekulativem Geld anvertraut werden, wissen kaum mehr wohin mit all dem Mammon, der ihnen zuschwimmt. Anleger „müssen“ hier quasi mit dabei sein, ansonsten man das Risiko eingeht, als Amateur abgestempelt zu werden. Nun, wir halten uns fern von diesem Sektor. Hier herrscht eine Manie und wenn man über die vergangenen Jahrzehnte zurückschaut und evaluiert, wo und wie solche Riesen-Übernahmen Mehrwert geschaffen haben und wie oft eben nicht, dann wird einem schon etwas schwindlig. Der Mercedes-Stern lässt übrigens grüssen...

Die Banken sind an allem schuld. Wirklich. Wir übertreiben zuweilen ein bisschen, aber hier nicht. Unsummen werden in diesem Spiel durch die Banken vorgestreckt, und die Bilanzen von durchaus fundierten Unternehmen mutieren nach solchen Hai-fisch Attacken zum wagehalsigen Finanzstatus, der auf Messers Schneide balanciert. Die Private-Equity-Firmen beglücken nämlich die Übernahme-Opfer mit den aufgenommenen Schulden, und die Hebelwirkung des neuen Unternehmens erwirkt eine gewaltige zyklische Abhängigkeit. Steigende Zinsen können so flugs zum Albtraum werden und vormals gesunde Firmen in einen üblen Problemstrudel saugen. Die Banken sehen kein Problem. Warten wir ab. Als ob diese durch das freizügige Ausborgen im Immobiliensektor nicht schon genügend Risiko aufgetürmt hätten. Erinnerung sei an die unzähligen Vergaben von Hypotheken in Amerika an Leute ohne jedwelches Eigenkapital. Oder an die wagemutigen Finanzierungen der spanischen Kondominien, welche zu Hunderttausenden auf einen Käufer warten. Nein, wirklich, die Banken

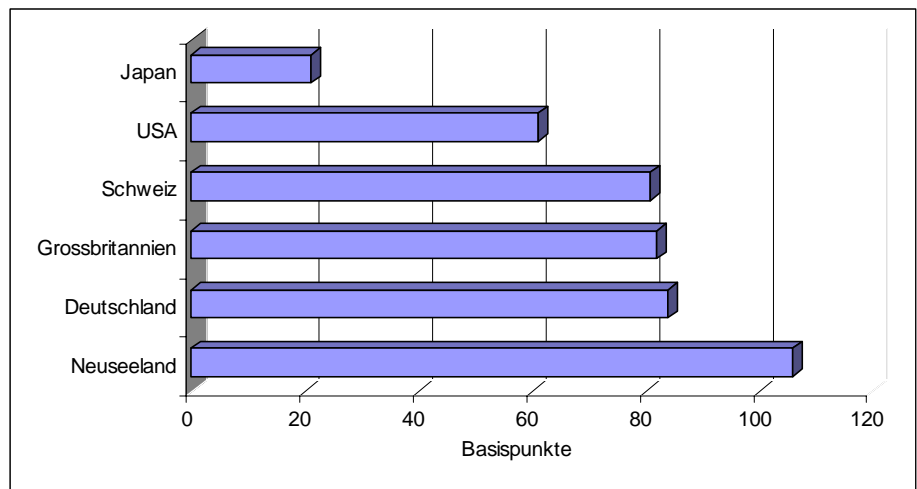
sind derart auf Kurzfristgewinne ausgerichtet, dass man sich schon fragen muss, ob die Herren am Sicherungskasten des Risikomanagements denn nie von der Vergangenheit lernen. – Eigentlich ist unsere Feststellung leicht erklärbar: die Optionspläne der Kaderleute diktieren quasi ein Kurzfristdenken und man kümmert sich eher um die eigenen Aussichten der kommenden paar Jahre als um die Interessen der Aktionäre. Doch bleiben wir beim Thema:

Die vorherrschende Übernahme-Manie ist kein gutes Vorzeichen. Alles schon gesehen. Wenn mal einer der kommenden Riesen-Deals plötzlich am Finanzierungsmodell scheitert, weil die Füsschen gewisser Bankiers doch ein bisschen laukalt werden, dann könnten die heute vorherrschenden Übertreibungen rasch einmal ein Ende finden. Bis dato hatte das gigantische Volumen von Übernahmen jedoch die Konsequenz, dass Abertausende von Aktionären, von welchen diese Firmen abgekauft werden, Unsummen von Barmitteln erhalten, die wieder an der Börse angelegt sein wollen. In andern Worten: Die Private-Equity-Manie ist ein Kurstreiber, welcher viele grosse Firmen vom Börsenzettel verschwinden lässt; mit dem Erlös jedoch gleichzeitig wieder Neukäufe auslöst. Fazit: das Private-Equity-Kasino bleibt positiv für die Börsen, solange das Spiel anhält. Das Ende ist absehbar, aber der Zeitpunkt stellt ein Fragezeichen dar.

Zur Vorsicht stimmt auch der weltweite Zinstrend. Die Zinsen steigen überall. Langsam, aber sicher. Die Zentralbank-Chefs sind äusserst clever mit ihrem Vorgehen und schliessen seit einiger Zeit die Psychologie des Marktes in die Kommentierung der Zinssatzgespräche ein. Die Märkte werden quasi geführt und vorbereitet auf nächste Zinsschritte. Fakt ist jedoch, dass die Zinsen steigen und jedes Kind weiss, dass steigende Zinsen grundsätzlich Gift sind für die Börsen. Nachfolgend das Zinsgeschehen der vergangenen 6 Monate:



Zinserhöhung in den letzten 6 Monaten für 10-jährige Staatspapiere



Als weiterer Punkt, der nicht eben positiv ist, wäre die Inflation aufzuführen, die ebenfalls überall ansteigt. Die Politiker verstehen es jedoch, die meisten wichtigen Faktoren aus den Indizes auszuschliessen, wie zum Beispiel die Nahrungsmittel oder Energiekosten. Diese seien zu volatil, sagen die Damen und Herren der Politik, um Eingang in den Index zu finden. Die Wahrheit liegt natürlich woanders, wie dies meistens der Fall ist, wenn politische Aussagen zur Debatte stehen. Effektiv ist die Inflation markant höher als man uns

glaubhaft machen will und die Zinsen reflektieren diesen Umstand, indem diese ansteigen. Also, weiterhin aufgepasst mit Obligationen, welche von uns seit langer Zeit gemieden werden und noch immer aus unserer Anlage-Allokation verbannt sind.

Die Rosinenseite

Was jedoch für ein anhaltend gutes Umfeld spricht

Fundamental sind die meisten Börsen fair bewertet. Nicht billig – aber auch nicht teuer. Das mag sich banal einfach anhören, ist jedoch die Quintessenz unserer globalen Einschätzung. Nachfolgend die Auflistung der erwarteten Kurs/Gewinn-Verhältnisse (KGV) 2008 und die Gegenüberstellung der langfristigen Bewertung (10-Jahres-Durchschnitt):

Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV)

	erwartet 2008	Ø 10 Jahre		erwartet 2008	Ø 10 Jahre
Schweiz	13.80	17.10	Hong Kong	17.60	15.40
Deutschland	13.00	17.90	China	15.10	13.10
Grossbritannien	12.50	17.40	Indien	16.00	13.10
USA	14.80	18.90	Taiwan	11.90	16.50
Japan	17.20	26.40	Russland	9.80	8.20
Schweden	14.20	18.20	Polen	14.70	12.90
Emerging Europe	10.50	11.10	Brasilien	9.40	7.00

Wie Sie sehen, sind die wichtigsten Börsen nicht wirklich überbewertet und von einem „Bubble“ zu sprechen, wäre falsch. Die Blasenbildung ist nicht in der Aktienbewertung auszumachen, sondern in der Übernahme-Szene, in manchen Immobilien-Bewertungen, wahrscheinlich auch im Kunstmarkt.

Gleichwohl ist festzuhalten, dass die Börsen keine bedeutend höheren Zinsen eskompieren, und hier ist ein Fragezeichen wohl berechtigt. Die

Zinslandschaft unserer Welt ist nämlich immer noch unter dem Einfluss des Greenspan-Effektes, das heisst der Geldschwemme, die Amerikas Zentralbank-Chef zu Beginn dieses Jahrhunderts inszeniert hat um eine Ära der Deflation zu verhindern. Seien wir also auf der Hut hinsichtlich der Zinsentwicklung. Die Zeit der inversen Zinskurve (kurzfristige Zinsen höher als langfristige Obligationenzinsen) neigt sich glücklicherweise der Neige zu, doch wir müssen uns darüber im klaren sein, dass wir heute noch immer Zinsen haben, welche im Langfristvergleich tief sind. Die Berichtigung der unüblich tiefen Zinsen zu Beginn dieses Jahrzehnts wird weiter andauern.

Die Milliardenschwemme von Geld, welche die Private Equity-Übernahmen hervorbringen, haben wir erwähnt. Was jedoch von noch grösserer Tragweite ist – und positiv für die Aktienmärkte vermerkt sein muss – sind die riesigen Währungsreserven der Überschussländer (China, Indien, Taiwan, Russland, Japan), welche von Monat zu Monat gewaltigere Dimensionen annehmen. China hatte Ende 2006 etwa US\$ 1'000'000'000'000 (in Worten tausend Milliarden Dollar) Währungsreserven. Zwischenzeitlich ist diese Zahl um etwa 30% gestiegen. China, wie auch die andern grossen Überschussländer sind sich dessen bewusst geworden, dass es nicht eben lustig und unternehmerisch aussichtsreich ist, ad infinitum Amerikas Banker zu sein. Man will die USA auch nicht vor den Kopf stossen (und sich selbst schaden), indem man die Reserven diversifiziert und Euro-, Yen-, Pfund-Anlagen tätigt. Vielmehr zeichnet sich nun klar ab, dass diese Länder dem vor langem begangenen Beispiel Singapores folgen werden, indem mindestens ein Teil der Währungsreserven unternehmerisch angelegt wird und namhafte Aktienbeteiligungen aufgekauft werden. Dieser Trend ist noch nicht in Gang, befindet sich jedoch im Startblock. Die fraglichen Staaten haben Dutzende von Profis engagiert, welche heute damit beschäftigt sind, aussichtsreiche und vor allem strategisch logische Beteiligungen auszumachen. China wird wohl nicht mehr lange auf sich warten lassen und es würde uns nicht erstaunen, wenn eines Morgens eine Übernahme-Offerte für einen oder auch mehrere der Rohwarengiganten, wie beispielsweise BHP, auf dem Tisch läge. Russische Firmen sind schon seit geraumer Zeit eifrig

dabei, ausländische Konkurrenten aufzukaufen und Indien wird genau die gleiche Strategie befolgen. Das werden kaum läppische Summen sein. China spricht von mindestens 40% - 50% der Währungsreserven, also etwa 600 Milliarden Dollar! Und aufgrund des heutigen Trends kommen da quartalsweise wieder etwa 50 Milliarden Dollar dazu. Und das sind lediglich die Zahlen des Reichs der Mitte. Indien, Taiwan, Russland und all die ungenannten Überschuss-Länder Asiens werden kaum stillsitzen und brav weiter Schatzscheine Amerikas kaufen.

Solches sind neue, technisch bedingte Aspekte, welche sich klar abzeichnen beginnen und die Angebot-/Nachfrage-Verhältnisse markant ändern werden. Nicht zu Ungunsten des Börsenumfeldes.

Auch die Globalisierung trägt weiterhin Früchte für agil handelnde Unternehmen. Sei es nun für ein Traditionsunternehmen der Schweiz, wie Holcim, welches sich in rasanten Wachstumsländern wie Indien oder Brasilien strategisch genial positioniert, oder die unzähligen Auslagerer im Konsumsektor wie H & M, Adidas, Walmart... die Liste wäre endlos. Wir haben in diesem Zusammenhang schon oft erwähnt, dass es aus ökonomischer Logik absoluter Unsinn ist zu behaupten, dass die bösen Chinesen nur darum erfolgreich sind, weil deren Währung krass unterbewertet ist. Tatsache ist, dass die Lohnkosten in China ein kleiner Bruchteil sind von jenen in unserer Hemisphäre. Da kann der Yuan getrost 10%, 20%, auch 30% aufgewertet werden und es ändert sich nichts daran, dass die Produktion nach Asien (nicht nur nach China!) ausgelagert wird. Vielleicht sollte Präsident Bush Nike verbieten, die Schuhe zu vier Dollar Kosten pro Paar in Asien herstellen zu lassen. Dann gäbe es in Amerika mehr Arbeitsplätze und kein Handelsdefizit, wäre die Schlaumeier-Konklusion.

Die Globalisierung ist ein gewaltiger Kostenkiller für weltweit tätige Firmen, jedoch ganz klar mit sozialer Ungerechtigkeit verbunden. Die Arbeiter- und Angestelltenschaft bleibt da und dort auf der Strecke, während die begüterte Schicht reicher wird. Die Schere armwohlhabend öffnet sich weiter. Das gefällt uns oft nicht, doch aus rein unternehmerischem Blickwinkel muss man einfach klipp und klar zur

Kenntnis nehmen, dass der Globalisierungstrend die Gewinne optimiert und viele neue Länder von der gewaltigen Auslagerung profitieren. Wir befinden uns in einer neuen Ära, welche nicht schulbuchmässig mit der Vergangenheit verglichen werden kann. Früher war's in dieser Hinsicht recht einfach und oft liefen die selben Muster ab. Drei, vier Jahre Aufschwung, dann Überhitzung der Wirtschaft. Bremsmanöver der Zentralbanken. Höhere Zinsen. Rezession. Heute sind diese klassischen Zyklen nicht mehr so einfach auszumachen und es ist ein bisschen naiv, dass so manche Berater mit hausgemachten Grafiken daherkommen, die belegen, dass der Börsenaufschwung (seit Beginn des Irak-Kriegs) nun 4 Jahre andauere, der Durchschnitt seit 1945 jedoch 36 Monate betrage, und man folglich schleunigst aussteigen solle. Solche handgestrickten Anlagetheorien gehören auf die Müllhalde der Globalisierungszeit.

Und dann wäre noch dies:

Unternehmer oder Spieler?

Investieren füllt das Füllhorn. Hin und her macht Taschen leer.

Das tönt reichlich plakativ und einfach. Aber manchmal gibt es Binsenwahrheiten, die realitätsnah sind und ewig gelten.

Es ist unheimlich schwierig geworden, Market Timing zu betreiben – tief zu kaufen und hoch zu verkaufen. Die Finanzmärkte werden ständig volatiler und während früher ein Rückschlag von 10% als Beginn einer Baisse taxiert wurde, sind heutzutage solche Korrekturen fast zur Alltagssache mutiert. In andern Worten: die Volatilität ist ungleich grösser als früher, was oft zu Unter-, respektive Übertreibungen führt. Als Vermögensverwalter müssen wir heute oft nach unserer Überzeugung agieren und bestrebt sein, uns nicht vom Konsens der Presse, der Analysten und der Strategen beeinflussen zu lassen. Die Presseleute sind die schlimmsten in dieser Hinsicht (Ausnahme: Finanz

& Wirtschaft). Dieser Berufsgattung ist es egal, ob deren schreierische Crash Schlagzeilen Tatsache werden oder nicht. Hauptsache ist, Aufmerksamkeit zu ergattern und die Auflage zu optimieren.

Unsere Anlagestrategie ist heute klar unterteilt zwischen strategischen, unternehmerischen Anlagen und opportunistischen Kurzfristanlagen. Hinsichtlich der ersteren muss fundamental etwas geändert oder das Kursziel erreicht sein, um uns zu Verkäufen zu bewegen. Die opportunistischen Anlagen jedoch verschwinden aus den Portfolios, sobald wir der Meinung sind, dass eine länger andauernde Korrektur/Baisse ansteht. Dies bedeutet, dass auch Hauptpfeiler unserer Depots (sagen wir mal unser Hauptvehikel in den USA, „Amerequity“ oder das „China Strategy Certificate“) von zyklischen Rückschlägen betroffen werden, doch (und das ist das wichtige „doch“) wir sind garantiert sicher, am ersten Tag des Wiederaufschwungs wieder dabei zu sein. Wird jedoch das gesamte Aktienportefeuille dem Market Timing unterworfen, indem also die erwähnten Pfeiler verkauft werden - weil ein zyklischer Abschwung bevorsteht - und nicht weil sich die fundamentalen Voraussetzungen verändert haben, so steht die fast nicht zu bewältigende Aufgabe an, diese Pfeiler wieder zum richtigen Moment zurückzukaufen. Dies gelingt wenigen. Ganz bestimmt gelingt es nicht regelmässig. Dreht unsere Grundeinschätzung der Märkte also auf negativ, so werden die opportunistischen Anlagen verkauft und die Aktienexponierung auf diese Weise reduziert. Sprechen Sie doch anlässlich Ihres nächsten Besuches mit Ihrem Berater bei unserer Firma und stellen Sie die Frage, welche Positionen denn die Pfeiler und welche die Kurzfrist-, die opportunistischen Anlagen darstellen. Sicherlich werden diese Ausführungen für Sie wichtig und geeignet sein, Ihnen unsere Strategie näher zu bringen.

Haben Sie keine Angst

Das 21. Jahrhundert gehört Asien

Der Schreiber dieser Zeilen riskiert nachgerade, sich zu wiederholen. Doch steter Tropfen höhlt den Stein, und eben dies ist die Absicht. Die Absicht nämlich, immer und immer wieder zu repetieren, dass man in Süd- und Nordasien (Japan ist ein Spezialfall in jeder Hinsicht) investiert sein muss. Wenn es eine Portfolio-Komponente gibt, die auf keinen Fall fehlen darf, dann ist es diese Sphäre: „Greater China“, Indien, Vietnam, Indonesien, die Philippinen, Malaysia und so weiter und so fort. Wir haben es mit einem Mega-Zyklus zu tun, und da sich hier ein historischer Vorgang abspielt, der seit der industriellen Revolution des 19. Jahrhunderts alles bisherige in den Schatten stellt, muss man auch nicht besorgt sein darüber, ob die Investitionen in drei oder sechs Monaten mehr oder weniger wert sind als heute. Das Sprichwort, welches besagt, dass man manchmal vor lauter Bäume den Wald nicht sieht, kann hier durchaus als Parallele herangezogen werden, nur dass der Westen vor lauter Angst die Realität nicht sieht.

Wir werden uns in unserem im allgemeinen ausführlicheren Jahresendbericht wieder tiefer zum Thema Asien äussern, doch vielleicht fügen wir hier noch ein paar statistische Augenöffner an, welche die Dimensionen des Asien-Jahrhunderts durchschlagend illustrieren:

- Sicher haben Sie noch nie von der Firma „Quanta“ gehört. Sie produziert 16 Millionen Computer pro Jahr. Mehr als irgendwer. Sitz in Taiwan
- In den USA schliessen jährlich 70'000 Studenten das Ingenieurstudium ab. In Indien sind es 200'000. In China 500'000. Und für die Lohnkosten eines einzigen Ingenieurs in Amerika stellt man in Indien deren 10 (!) ein

- In den USA geben die Unternehmen heute mehr für Schadenersatz-Zahlungen aus als für Forschung und Entwicklung. In Asien schüttelt man das weise Haupt
- Eine U.S.-Studie sagt voraus, dass im Jahr 2010 mehr als 90% aller Wissenschaftler und Ingenieure der Welt in Asien leben
- Im Jahr 2015 wird Vietnams Bevölkerung grösser sein als jene Japans
- Die Hälfte der Bevölkerung Indiens ist unter 25 Jahre alt. Jedes Jahr wächst Indien um die Einwohnerzahl Australiens
- 2050 wird es voraussichtlich 3 Milliarden Inder und Chinesen geben. Und Europas Bevölkerung wird auf 500 Millionen geschrumpft sein

Noch weitere Fragen? Das 21. Jahrhundert gehört jedenfalls Asien.

Haben Sie also keine Angst vor zyklischen Rückschlägen hinsichtlich Ihrer Investitionen in diesen Ländern. Solche sind unserer Meinung nach effektiv irrelevant. Erinnern Sie sich an die Sechzigerjahre, als man in unseren Gefilden despektierlich darüber lächelte, dass die Japaner ja kaum mehr fertig brächten, als einen Detektorradio zu kopieren? Die Zukunft lässt grüssen. Aus China, aus Indien, aus Vietnam.

MAB