

Unser Standpunkt, 31. Dezember 2009

- | | | |
|----|-----------------------------------|---|
| 2 | Japan – Japan? | Geldvergabe zum Nulltarif brachte nichts |
| 5 | Trotzdem weiter flott voran? | Die Aussichten für die kommenden Monate |
| 7 | Geht die Sonne im Westen auf? | Die Frage, ob sich die Wirtschaft der USA erholt |
| 9 | Es muss erneut gesagt sein | Die Investment Banker sind arroganter denn je |
| 12 | Wir sind uns nicht mehr so sicher | Steht Inflation oder Deflation vor der Tür? |
| 14 | Die alte Regel | Auch im Jahr 2010 werden die Wechselkurse entscheidend sein |
| 16 | Die Kristallkugel | Wie wir die Zukunft sehen |

Burgauer Huser Aman & Partner AG
Vermögensverwaltung und Finanzberatung
Stockerstrasse 14
8002 Zürich
Briefadresse:
Postfach, CH-8027 Zürich
Telefon +41(0)44 206 22 33
Telefax +41(0)44 206 22 44
info@bhapartners.ch
www.bhapartners.com

Die Performance der wichtigsten Börsenplätze

A) 1. Januar 2009 – 28. Dezember 2009 (in Schweizer Franken/Euro)

		in CHF	in Euro
Schweiz	SMI	+ 19.09 %	+ 18.40 %
Deutschland	DAX Xetra	+ 25.52 %	+ 24.80 %
Frankreich	CAC 40	+ 23.37 %	+ 22.66 %
Grossbritannien	FT-SE 100	+ 30.55 %	+ 29.80 %
Schweden	OMX Stockholm 30	+ 55.94 %	+ 55.04 %
Europa	STOXX 50	+ 22.36 %	+ 21.66 %
USA	S & P 500	+ 21.30 %	+ 20.60 %
	Nasdaq	+ 41.14 %	+ 40.32 %
Japan	Nikkei	+ 12.60 %	+ 11.95 %
Bloomberg- Effas Franken/Euro Obligationen Index (5-7 Jahre Laufzeit)		+ 4.44 %	+ 5.73 %
Index ausgewogenes Mandat *		+ 14.32 %	+ 14.60 %

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

		in CHF	in Euro
Schweiz	SMI	+ 15.77 %	+ 20.24 %
Deutschland	DAX Xetra	+ 35.80 %	+ 41.04 %
Frankreich	CAC 40	- 0.55 %	+ 3.30 %
Grossbritannien	FT-SE 100	- 15.71 %	- 12.46 %
Schweden	OMX Stockholm 30	+ 8.72 %	+ 12.92 %
Europa	STOXX 50	- 2.70 %	+ 1.06 %
USA	S & P 500	- 15.38 %	- 12.11 %
	Nasdaq	- 4.23 %	- 0.53 %
Japan	Nikkei	- 5.89 %	- 2.25 %
Bloomberg- Effas Franken/Euro Obligationen Index (5-7 Jahre Laufzeit)		+ 17.39 %	+ 24.32 %
Index ausgewogenes Mandat *		+ 4.44 %	+ 9.67 %

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

50 % Morgan Stanley Welt Aktien-Index

Japan — Japan?

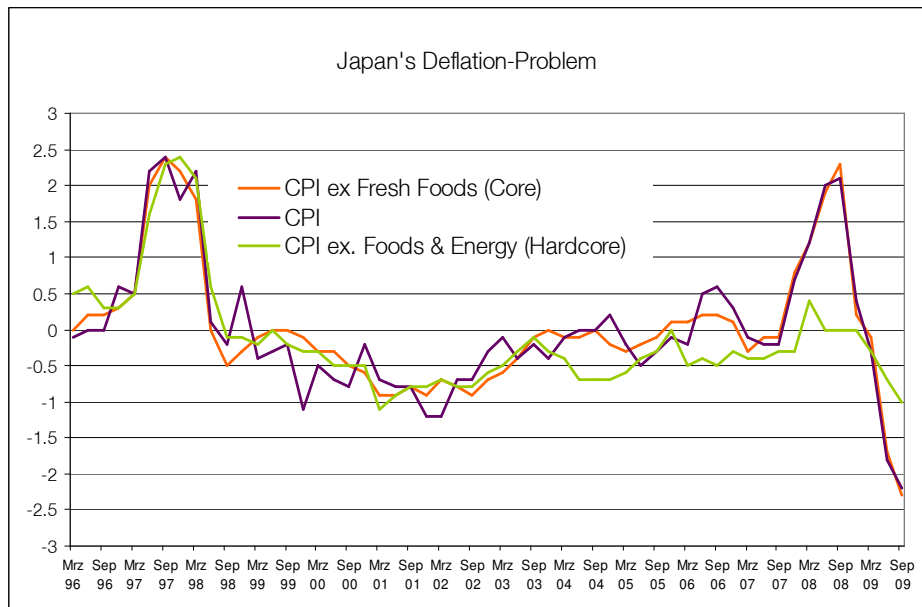
Geldvergabe zum Nulltarif brachte nichts

Sie werden sich fragen, warum in aller Welt wir unseren Bericht mit „Japan“ beginnen. Dem Land der Vergangenheit wie es scheint, deren Börse vor 20 Jahren etwa drei mal höher stand als heute (!!), dessen Bevölkerung den Konsum seit geraumer Zeit verweigert und wo nichts in der Welt der Konjunktur wieder zum Anspringen verhilft. Japans Aktienbewertungen sind tief und billig in fast jeder Hinsicht und doch weigert sich der Markt zu steigen.

Unzählige, brisante Themen und Aspekte schweben im Raum der Finanzwelt und da beginnen die „Common Sense Investors“ - Burgauer Huser Aman & Partner eben – ihren Bericht mit dem Land des Gähnens: Japan.

Nun, das hat seinen guten Grund. Einen unfehlbaren Grund sogar. Holen wir ein bisschen aus: In unserem letzten Bericht konzentrierten wir uns auf das viel und überall beschriebene „Quantitative Easing“ (zu Deutsch = Drucken von Geld), das als Allerheilmittel zur Gesundung des kollabierten Finanzsystems gepriesen und kräftig eingesetzt wurde. Billionen von Dollars, Pfund, Euros, Franken wurden kreiert, mit dem Hauptziel, die Zinsen auf Null zu senken, die Banken gratis mit Geld zu versorgen und der Erwartung, dass das Geldleihen zum Gratistarif den Konsum und die Investitionen anheizen würde. Das Verteilen von Billionen wurde durch die Politik und die Magier der Zentralbanken quasi zu Harry Potters letztem Zaubertrick gekürt. – Was man nicht so laut sagte, doch hinter vorgehaltener Hand mit ernster Miene in den hehren Hallen der Zentralbanken diskutierte, war der wahre Grund des intervenistischen Handelns: Die Vermeidung einer Deflation. Bislang ist das ein bisschen gelungen. Die Börsen steigen, was Vertrauen in die Zukunft weckt. Eigentlich kein Wunder, denn Festgelder bringen Negativrenditen und Obligationen historisch tiefe Zinsen. Da muss man fast Aktien kaufen. Wir sagen, es sei

ein „bisschen gelungen“ die Deflation zu vermeiden, denn das Gegenteil (ein paar Prozent Inflation) ist ganz und gar nicht in Sicht und Europas Länder haben in den letzten Monaten sogar negative Inflation (dies ist das Wort der Politiker für Deflation) ausgewiesen. Das wurde nicht an die grosse Publizitätsglocke gehängt, denn man darf den Bürgern nicht alles sagen. Vor allem nicht, dass die Konsumentenpreise scheinbar sinken und man somit gar nicht so schlecht damit fährt, Einkäufe aufzuschieben. Und hier kommt Japan ins Spiel. Japan hat schon im Laufe der Neunzigerjahre (nicht zuletzt auf Drängen der USA) das „Quantitative Easing“ – das Geld-drucken eben – in grossem Stile eingeführt. Jahrelang wurden Nullzinsen gefahren. Jahrelang kaufte die Zentralbank auch da Staatsobligationen, um den Markt mit Geld zu überfluten und dauernd versuchte man da die Konsumenten aus dem Busch zu klopfen mit Gratiskrediten. Doch niemand langte hin. Die Fernsehgeräte wurden flacher und flacher, besser und besser und doch laufend billiger. Herr und Frau Watanabe warteten ab. Ein Jahr später bekam man noch einen besseren Fernseher und darüber hinaus für 20% weniger Geld. Deflation grassierte jahrelang und nach einem kurzen Abstecher in die zarten Zahlen einer wahrscheinlich überhöht dargestellten Inflation, ist Japan heute wieder klar in einer Deflationsphase. Schauen Sie sich mal die nachfolgende Grafik an. Das ist ein Horrorszenario für jede Wirtschaftsnation:



Beachten Sie bitte die grüne Linie, welche den Konsumentenpreis-Index ohne Nahrungsmittel und Energie wiedergibt. Sie sehen: Japans Konsument lebt seit über 10 Jahren (!) in einem deflationären Umfeld!! Und da fragt man sich, was mit dem Musterknaben Nippon denn passiert sei. Ganz einfach: wenn die Preise jahrelang fallen, stirbt der Konsum ab. Fast alles ist morgen billiger als heute. Am besten illustriert durch den Umstand, dass Privathäuser heute um die vierzig Prozent billiger sind als vor 20 Jahren. Deflation ist das Gift par excellence für unser Wirtschaftssystem.

Japans Staatsschuld ist infolge des Quantitative Easing (dem Ei des Politikolumbus) auf 220% der Wirtschaftsleistung gestiegen. Das ist Weltrekord. Wir schliessen hier Zimbabwe grosszügig aus.

In unserem letzten „Standpunkt“ äusserten wir die Meinung, dass der Stimmungswechsel an den Börsen (notabene seit März 2009 und erst nach einem veritablen Blutbad an den Aktienmärkten) eigentlich aus dem falschen Grunde erfolge. Nicht aufgrund eines anstehenden, globalen Wirtschaftsaufschwungs, sondern primär als Folge der grenzenlosen Liquidität, welche

die Gelddruckanstalten der Zentralbanken hervorgebracht haben. Mit andern Worten: Die Qualität des Börsenaufschwungs der vergangenen Monate könnte labil werden wenn es sich herausstellen sollte, dass der Konsum weiter stockt, die private Bautätigkeit schwach bleibt und die Industrie nicht investiert. Sollte sich die in Japan vorgelebte Haltung auch im Westen ausbreiten, indem Kredite zum Nulltarif ganz einfach verweigert werden, dann nützt nämlich das grosszügigste (allen möglichen) Geldversorgen nichts.

Trotzdem weiter flott voran?

Die Aussichten für die kommenden Monate

Es ist nicht normal, dass die Kurse der Aktienbörsen und Obligationen im Gleichschritt steigen. Das kann nicht von Dauer sein. Die Renditen der Obligationen haben sich beruhigt und oszillieren auf tiefem Niveau seitwärts. Zehnjährige U.S. Staatspapiere rentieren um die 3.55%, Englische Gilts um 3.85%. Das ist eigentlich erstaunlich wenig in Anbetracht der frenetischen Gelddruckerei und der ökonomischen Logik, dass diese enorme Geldvermehrung fast zwingend zu Inflation führen sollte. Doch die Textbücher funktionieren in der realen Welt halt nicht immer. Erneut kommt Japan als Paradebeispiel daher. Da nützte die Geldschwemme rein nichts und das Land ist wieder voll in die Deflation gerutscht.

Die vielen Billionen, die dem System zur Verfügung gestellt wurden und noch immer neu verteilt werden, sollten im Prinzip die Inflation schüren. Das leuchtet ein. Doch die Investorenwelt wendet sich eigenartigerweise nicht vom Obligationenmarkt ab, was diese ja tun müsste, falls die Orgie des Gelddruckens in der logischen Konsequenz in Inflation ausufert. Doch nichts dergleichen zeichnet sich ab. Ehrlich gesagt sind wir ein bisschen beängstigt, dass die Teuerung nicht mal das kleinste Zeichen einer

Wiederauferstehung von sich gibt. Mit ein paar Prozent Inflation lebt sich's gut. Selbst zweistellige Inflationsraten sind tolerabler als ein bisschen Deflation. Wir sind heute noch weniger überzeugt als vor sechs Monaten, dass die wilde Gelddruckerei nachhaltig sein wird, einen neuen Wachstumsschub der Weltwirtschaft auslöst und als Beigabe einen durch die Zentralbanken fast herbeigebeteten Teuerungsschub auslöst.

Im weiteren zeigen einem die Sitzungsprotokolle der Zentralbanken die klare Absicht an, dass das Quantitative Easing (Gelddruck-Orgie) nächstens zu Ende gebracht werden soll und sodann die nötigen Schritte zur Wiederabschöpfung der „temporär“ zur Verfügung gestellten Billionen eingeleitet werden soll. In Japan wurde bislang nicht einmal daran gedacht, auch nur einen einzigen Yen wieder zurückzukaufen durch die Zentralbank. Wir sind gespannt, was die USA und Europa (die Schweizer sind zwar keine Europäer, gehören jedoch auch zu dieser Kategorie) effektiv unternehmen werden, respektive unternehmen können, um das Finanzsystem nicht zu destabilisieren. Wir haben unsere Zweifel, ob die Sterilisierung der Riesensummen – die Abschöpfung der Hilfgelder – möglich sein wird. Politiker sagen und versprechen viel. Das taten sie seit jeher. Eigenartig ist nur, dass es immer noch Leute gibt, die dieser Gilde irgend etwas glauben. Wir lassen uns da lieber von den Lehren der Weltgeschichte leiten und vertrauen so lieber dem gesunden Menschenverstand als Personen, die vorgeben, zum Wohle des Volkes zu handeln, doch dabei effektiv die eigene Karriere meinen.

Wir sind also recht vorsichtig eingestellt hinsichtlich der konjunkturellen Zukunftsperspektiven. Was nicht heisst, dass die Börsenumwelt nicht trotzdem weiter Freude macht. Das Laboratorium der Zentralbanken hat die Logik unseres Métiers völlig aus den Fugen gebracht. Was heisst, dass der noch nie dagewesene Effort der Geldkreierung einerseits ins Auge gehen könnte und perverserweise die Aktienkurse trotzdem weiter steigen – wider jegliche Logik der ökonomischen Realität. In Japan, dem ersten Land, das das „Quantitative Easing“ ausprobiert hat, hat die billige Geld-

schwemme nichts gebracht. Keine Wirtschaftserholung und auch keine Freude am Aktienmarkt. Erinnern wir uns daran, dass Tokios Börse heute 70% tiefer steht als vor zwanzig Jahren. Niemand versteht wirklich, warum Japans riesige Stimulierung so wenig Erfolg zeitigte. Wahrscheinlich spielt die Demografie des Landes die Hauptrolle des Problems. Eine gewaltige Überalterung und minimaler Konsum der Pensionäre. Babies werden Mangelware. Die demografische Pyramide steht auf dem Kopf. Das Land vergreist. In dieser Hinsicht stehen wir in Europa, den USA, Lateinamerika und dem restlichen Asien viel besser da. Interessanterweise steigen selbst in Deutschland und der Schweiz die Geburtenraten wieder an, währenddem sich das schwache Geschlecht (wir meinen die Frauen, obwohl heutzutage eher die Männer das letztere Attribut verdienen...) im lateinischen Europa lieber der Karriere zuwendet als dem Kindersegen.

Wir sind also sehr skeptisch hinsichtlich der scheinbar unfehlbar erfolgversprechenden Gelddruckerei. Aber gleichwohl rennen wir vor den Aktienbörsen nicht davon. Schon ein Widerspruch.

Wir fassen die Logik in unserem abschliessenden Kommentar „Die Kristallkugel“ zusammen.

Geht die Sonne im Westen auf?

Die Frage, ob sich die Wirtschaft der USA erholt

Das dritte Quartal des vergangenen Jahres hat die freudige Überraschung eines Wachstums von 3.5% gezeitigt.

War das die Wende? Nein. Der Zwischenspurts war ein temporäres Phänomen, denn der Privatkonsum wurde sehr wesentlich durch staatliche Massnahmen wie ausserordentliche Arbeitslosengelder, Lebensmittelmarken (die Kriegszeiten lassen grüssen), Abwrackprämien für Auto-

käufe und ähnlichem aufgeblasen. Die amerikanische Gesamtlohtüte schrumpfte hingegen weiter und die wahre Arbeitslosigkeit ist nicht 10%, sondern exakt 17.5%! Es ist dies die sogenannte U-6 Arbeitslosen Statistik, welche im Moment auf dem höchsten je registrierten Niveau steht. Diese Zahl schliesst jene Bürger ein, welche die Jobsuche als hoffnungslos aufgegeben haben, wie auch jene, die einer Teilzeitbeschäftigung nachgehen, jedoch keine Anstellung finden. Aber Politiker sind halt Schlaumeier. Sie zeigen eine beschönte Arbeitslosenzahl – genau so wie zum Beispiel die Konsumgüter-Inflation welche die Basis fürs Überleben - Kosten für Nahrungsmittel und Energie - ausschliesst.

Der Gesamtkonsum bleibt in den USA bei über 70% der Wirtschaftsleistung. Da liegt diesbezüglich kein Wachstum drin, zumal die Sparquote auf dem tiefen Niveau von 3% verharrt. Die Nation ist also für die kommenden Quartale stark auf die Investitionsneigung der Industrie angewiesen und man hofft, dass der billige Dollar die Exporte antreiben wird. Wir werden sehen. Alle wollen exportieren. Das geht irgendwie nicht auf. Jedenfalls hat das staatliche Stimulierungspaket von annähernd tausend Milliarden Dollar die Wirtschaft zu stabilisieren vermocht, doch zu einem hohen Preis. Das jährliche Budget-Defizit wird wohl eine Dekade lang 1 Billion Dollar betragen. Solch irre Fehlbeträge sind aber inkonsistent mit einer gesunden Wirtschaft und stehen der führenden Nation der Welt und deren Reservewährung schlecht an. Das Rezept zur Sanierung liegt wohl in Steuererhöhungen, doch nur 4.5% der amerikanischen Bürger verdienen über \$ 200'000 pro Jahr. Und diese relativ kleine Schicht trägt über 30% zum jährlichen Konsum der USA bei! Da braucht man kein besonders kluger Kopf zu sein um schnell einzusehen, dass „Tax the Rich!“ ein gefährliches Unterfangen ist. Die amerikanischen Aktienkurse (der Leittrend für die Welt) können nur dann weiter steigen, wenn sich die Gesellschaftsgewinne nachhaltig verbessern – und nicht nur wie in letzter Zeit aufgrund der wenig ambitionösen Vergleiche mit den Vorjahresquartalen, welche – wie wir uns entsinnen – das schwarze Loch der krassesten Rezession seit langer Zeit darstellte. Gesundes Wachstum kann in den

USA nur dann neu entstehen, wenn a) Konsumkredite vergeben werden und b) für den Privaten überhaupt tragbar sind. Beides ist heute nicht der Fall. Individuelle Kreditausfälle bleiben hoch und die Banken sind äusserst zurückhaltend mit der Vergabe von Ausleihungen, obwohl das Geld für diese quasi zum Nulltarif verfügbar ist. Das Konsumentenvertrauen ist nicht mehr ultratief, doch weiter enttäuschend, denn das Nettovermögen ist arg zerzaust worden, die Schulden im Verhältnis zum Einkommen gestiegen, die Jobunsicherheit gross, die Hauspreise weiter im fallen und zudem sind möglicherweise höhere Steuern in Aussicht. Nur wenige U.S. Bürger zeigen gemäss heutigen Umfragen die Neigung, ihre Konsumausgaben im Jahr 2010 zu steigern. Das muss sich ändern, wenn die Aktienkurse weiter steigen sollen.

Das Fazit ist also, dass ein allgemeiner, weiter anhaltender Anstieg des Standard & Poors Index unwahrscheinlich ist ohne dass sich die oben beschriebenen Voraussetzungen verbessern. Folglich können im neuen Jahr nur jene Anleger profitieren, welche in der Lage sind, die Rosinen aus der gewaltigen Zahl von gehandelten U.S. Aktien herauszupflücken. Eine Herausforderung.

Es muss erneut gesagt sein

Die Investment Banker sind arroganter denn je

Oft schon in der Vergangenheit haben wir uns gegenüber dem Gebaren der Herren Grossbanker in dezidierter Art und Weise geäussert. Scheinbar ist das erneut erforderlich.

Man hätte erwarten dürfen – erwarten müssen – dass sich die Führungen der unzähligen Grossbanken, die nur dank gigantischen Zuschüssen von Hilfsgeldern der Steuerzahler dieser Welt am Leben blieben, ein bisschen in sich gegangen wären, ein wenig Unterwürfigkeit zeigen oder im

mindesten die Geschäftspolitik einer massiven Revision unterzogen hätten. Aber nein, nichts dergleichen ist geschehen. Man hat nichts dazu gelernt. Im Gegenteil. Man macht dem gebeutelten Aktionär eine lange Nase und verkündet mit frecher Dreistigkeit, dass man im Moment hundert Millionen Dollar pro Tag verdiene (aus politischer Korrektheit verschweigen wir den Namen des Instituts, welches diese Aussage machte) und unzählige Milliarden zurückgestellt würden um die grossartigen Fähigkeiten seiner Investment Banker mittels gebührender Boni zu honorieren. Die Retter dieser dreisten Institute (Sie und wir und alle braven Steuerzahler dieser Welt) werden verkohlt, verhöhnt und lächerlich gemacht. Unsere tollen Politiker debattieren, wie man diesen Leistungsdiebstahl verhindern könne und die cleveren Sozialisten dieser Welt haben schon vorgeschlagen, dass keiner mehr als zwanzig mal soviel verdienen soll wie die Hygieneperson des Betriebs. Anmerkung: Die Hygieneperson ist nicht etwa ein betriebsinterner Mediziner, sondern das neue Anstandswort für „Putzfrau“.

- Nun, solch politische Interventionen in der freien Marktwirtschaft sind ganz einfach nicht machbar. Die Politiker sollen sich um ihre eigenen Eiertänze kümmern und am wenigsten Schaden richten jene Parlamentarier an, welche im Parlament einem Nickerchen frönen. Schuld, dass die zügellose Gier der Investment Banker schon wieder grassiert sind andere. Sie (Entschuldigung), wir und alle Aktionäre dieser Welt! Die Aktionäre sind die Chefs und Inhaber dieser Institute. Es ist ein Witz zu debattieren, ob die Aktionäre ein Mitspracherecht hinsichtlich Entlohnung der Kader haben sollen. Es ist selbstverständlich, dass dies so sein sollte. Und warum geschieht es nicht? Weil Sie und wir und die meisten individuellen Aktionäre gar nicht zur Generalversammlung pilgern und quasi nie abstimmen.

Die institutionellen Anleger jedoch (Pensionskassen der Grossunternehmen sind regelmässig vertreten, gar nicht zu sprechen vom eigenen Pool der Stimmen). Man beachte, dass beispielsweise die Belegschaft der UBS um die 6% der Stimmen verfügt. Und dass die institutionellen Vertreter immer für die Anträge der Geschäftsleitung stimmen, versteht sich von selbst.

Man möchte an der eigenen GV ja schliesslich auch freundschaftliches Gegenrecht erhalten. Und so bleibt alles beim Alten, die freien Aktionäre seufzen und der Selbstbedienungsladen wird aufrecht gehalten.

Das Abscheuliche ist jedoch, dass die Grossbanken dieser Welt im Laufe des vergangenen Jahres freien Zugang zu kostenlosem Geld der Zentralbanken hatten und dieses nicht etwa an Konsumenten und mittelständische Betriebe vergaben, sondern dem Eigenhandel zugänglich machten. Die Grossbanken sind gar keine Betriebe mehr, die das Prädikat „Bank“ verdienen. Es sind Casinos, im besten Fall Hedge Fund artige Gebilde, die jeden gratis geborgten Dollar vierzig- oder fünfzig mal einsetzen. Geht's gut, steht das Gros des Profits den smarten Händlern zu, geht's schlecht, zahlt der Aktionär oder eben der brave Steuerzahler. Wenn die Staatsbanken öffentlich publizieren, dass sie Billionen von Obligationen zusammenkaufen, um Liquidität für das System bereitzustellen, dann braucht es keinen Einstein-Händler um vorauszusehen, dass diese Papiere wohl eher steigen als fallen. Da leiht man eifrig Geld bei der Zentralbank, kauft das Zeug welches der Staat à tout prix (im wahren Sinne des Wortes) besitzen will, um es kurz darauf wieder an jene Stelle zu veräussern, die einem zur Finanzierung verholpen hat. Und dann kommt man daher und will die Profite an die dreimal schlaunen Händler verteilen, währenddem jene, die das Haus vor kurzer Zeit gerettet haben (Sie und wir und alle lieben Steuerzahler) in die Sonne schauen. Optimale Frechheit ist das. Und was sollen wir daraus ableiten? Dies nämlich: Die Qualität und die Nachhaltigkeit solcher Bankgewinne sind derart schlecht, dass die Bewertungen dieser Aktien dementsprechend tief sein sollten. Ein Preis/Gewinnverhältnis von zwei oder drei muss da genügen. Wir sehen ehrlich gesagt nicht ein, warum man Aktionär dieser Investment-Banken sein sollte. Die Genies (gleichwohl Angestellte) solcher Häuser sahen das meiste der eingehandelten Gewinne in der Form von Boni ab, bevor dem kleinen Aktionär was zufällt. Quasi – „Kopf, die Bank gewinnt – Zahl, der Aktionär verliert“. Also: Wir denken nicht, dass man heutzutage noch in solchen Gesellschaften investieren soll. Das hat nichts mit „Anlage“ zu tun.

Das ist Las Vegas mit gezinkten Tischen. Was nicht heisst, dass man nicht trotzdem ab und zu eine Bankaktie kaufen soll. Rein opportunistisch. Als kurzfristiges Trading Spiel. Aber das wär's dann auch.

Wir sind uns nicht mehr so sicher

Steht Inflation oder Deflation vor der Tür?

In unserem letzten Bericht argumentierten wir, dass die ungemeine Geldschöpfung der Zentralbanken (das „Quantitative Easing“ eben) und die damit einhergehende Überschwemmung der Weltmärkte früher oder später die Teuerung anheizen werde und die Zinsen logischerweise stark ansteigen müssten.

Zwischenzeitlich ist diese Geldschöpfung weiter angestiegen, doch es sind noch nirgends irgendwelche Anzeichen der Inflation auszumachen, obwohl sich inflationsgeschützte Anleihen einer grossen Nachfrage erfreuen. Unsere Empfehlung, das Portefeuille mittels Gold vor der Unbill der Finanzmärkte zu schützen, hat sich bislang als sehr erfolgreich erwiesen, indem der Unzenpreis im Verlauf des vergangenen Jahres über 30% gestiegen ist.

Effektiv sind jedoch makroökonomisch keine konkreten Anzeichen für Inflation ersichtlich. Höhere Lohnforderungen sind nicht in Sicht in Anbetracht der hohen Arbeitslosigkeit, welche in den USA weiter im Anstieg ist. Europa hinkt dem U.S. Trend im Allgemeinen etwa um ein Jahr hinterher und so denken wir nicht, dass die Lohnteuerung hierzulande im Jahr 2010 ein Problem wird. Wir müssen unterscheiden zwischen dem Debakel an den Finanzmärkten und der Realwirtschaft. Die Herren Greenspan und Bernanke widmeten ihre Hilfsaktionen primär dem ersteren, denn da lag die Gefahr eines Systemkollapses. Das Finanzsystem ist noch nicht gesund, doch klar ausserhalb der

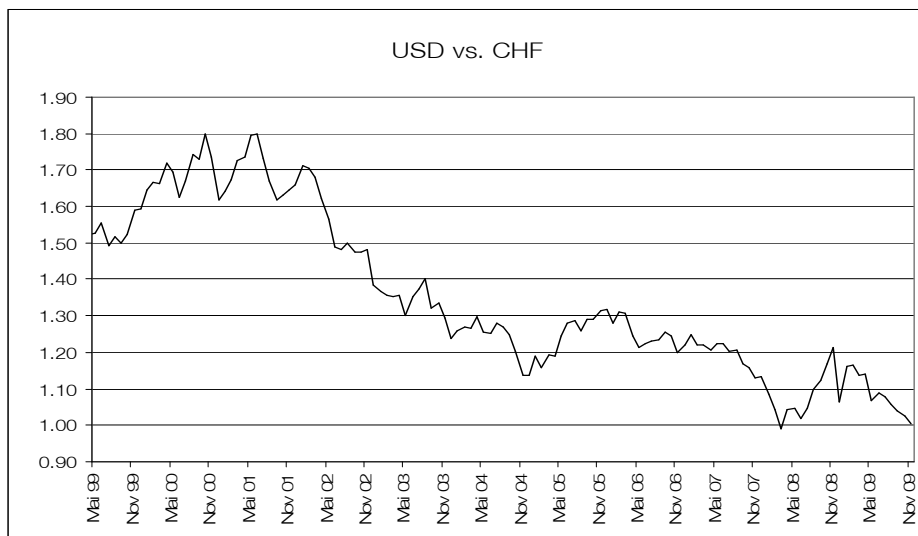
Intensivstation. Die realwirtschaftliche Erholung kann jedoch nicht so einfach aus der Rezession „herausstimuliert“ werden und in den USA und Europa wird die Genesung noch Jahre in Anspruch nehmen – im Gegensatz zu Asien (ex Japan) und Brasilien, wo es sich gezeigt hat, dass die Abkoppelung eben doch viel weiter fortgeschritten ist, als es die Emerging Market-Hasser vorgeben. Es sieht also heute so aus, als ob sehr viel der Hilfsliquidität der Zentralbanken nicht in die Wirtschaft oder dem Konsum zufließt, sondern gehortet wird. Wir haben schon ausgeführt, dass dem U.S. Konsument die Luft für neue Ausflüge in die Kaufhäuser trotz scheinbar billigen Kreditmöglichkeiten nicht zur Verfügung steht. In Europa ist das diesbezügliche Umfeld grundsätzlich zurzeit besser als in Amerika, doch wir hinken der angelsächsischen Wirtschaft zeitmässig immer hintennach.

Wir sind also hinsichtlich zukünftiger Teuerung ambivalenter eingestellt als vor sechs Monaten und denken, dass ein starker Teuerungsanstieg trotz Gelddruckmanie der Zentralbanken nicht unbedingt eintreten muss. Effektiv müssen wir heute auch das Szenario einer Deflationsphase (siehe einleitender Artikel über die Situation in Japan) in unser neues Kalkül einbeziehen, was der Grund dafür darstellt, dass unsere Obligationenbestände bislang nicht reduziert worden sind. Es bleibt zu hoffen, dass Deflation kein Thema wird, denn dies bedeutet Konsumkollaps und ganz einfach das Gift für die freie (Konsum)-Marktwirtschaft.

Die alte Regel

Auch im Jahr 2010 werden die Wechselkurse entscheidend sein

Der U.S. Dollar spielt in allen Anlagedepots dieser Welt eine massgebliche Rolle. Es ist unmöglich, in einem diversifizierten Portefeuille um die U.S. Währung herumzukommen und zudem sind alle asiatischen Währungen quasi an den Dollar gekoppelt. Auch im vergangenen Jahr war der Wechselkurs des Dollars zum Schweizer Franken oder Euro ein recht ausschlaggebender Faktor. Eigentlich ist dies jedes Jahr der Fall. Man kann so weit zurückblicken wie man will – die Devisenkurs-Fluktuationen des Greenbacks sind immer recht bedeutend.



Es wird also auch im neuen Jahr wichtig sein, den Dollar einigermaßen richtig zu beurteilen, zumal dieser Aspekt auch 2010 seinen Einfluss auf die Performance unserer Depots ausüben wird. Das ist so sicher wie das Amen in der Kirche. Aus fundamentaler und aus politischer Sicht steht's nicht eben gut um die U.S. Währung. Es ist natürlich nicht richtig, wenn die Presse laufend proklamiert „ Erneuter Höchstkurs des Euro!“. Der Euro,

der Yen, der Schweizer Franken sind auf schwindelerregenden Wechselkurshöhen weil der Dollar so schwach ist. Und das ist fast allen recht. Vor allem den Amerikanern, denen die Schwindsucht ihrer Währung nicht viel Schaden zufügt. Die wichtigsten Importgüter wie Öl sind in Dollar gehandelt und man hat auch nichts dagegen, dass die Dollar-Schwäche die eigenen Export Güter verbilligt. Arg geprüft werden jedoch die Export-Champions dieser Welt, wie Deutschland und Japan. Die Dollar-Schwäche trifft diese Länder besonders hart und mitten im zyklischen Abschwung. Doch niemand kann etwas Sinnvolles unternehmen gegen den rächtischen Trend des Dollars, zumal dieser durch die U.S. Behörden nicht nur toleriert, sondern auch gefördert wird. Interventionen am freien Markt nützen seit jeher nichts – obwohl die Zentralbanken immer wieder zu Imponiergehabe greifen und in der Welt rumposaunen, dass nun genug des Übels sei und man nun Dollars aufkaufe um eine Wende herbeizuführen. Das bringt nie was. Der Markt ist zu gross als dass ein paar Milliarden Stützungskäufe etwas ausrichten könnten.

Der Dollar ist natürlich seit geraumer Zeit als Nullzins-Währung (als Folge der Stimulierungsmassnahmen) unattraktiv geworden und die smarten Investment Banker benützen nun nicht mehr den Yen als „Carry Trade“ Währung, sondern den Dollar, in welchem sie sich zu extrem tiefen Zinsen – fast Null – verschulden, die geborgten Dollars verkaufen und dann in australischen Dollars (zum Beispiel) zu 6% zur Anlage bringen. Dies führt laufend zu Dollar Verkäufen, welche natürlich irgendwann in der Zukunft zurückgekauft werden müssen, doch bis auf weiteres zu einem markanten Ungleichgewicht führen. Und so ergibt es sich eben, dass seit einiger Zeit alles gegen den Dollar spricht und effektiv fast niemand (Deutschland und Japan natürlich ausgeschlossen) ein Interesse an einer fester notierenden U.S. Währung hat. Für in Euro oder Schweizer Franken denkende Anleger ist der Dollar unserer Meinung nach ein „unerwünschtes Risiko“. Das heisst, man ist par force im Dollar engagiert, wenn man zum Beispiel in Asien investiert, aber das Währungsrisiko sollte nach Möglichkeit neutralisiert werden. Es ist fast unmöglich vorauszusagen, wann und unter

welchen Voraussetzungen der Dollar „drehen“ wird. Es sind allzu viele unbekannte Grössen tangiert als dass man hier eine verlässliche Prognose stellen könnte. Sicher ist, dass es für europäische Anleger keinen Sinn macht, festverzinsliche Dollar-Anlagen oder Cash zu halten und der Dollar nur dann im Spiel sein darf, wenn die Aussichten einer Aktie in Amerika oder Asien das Kursrisiko der Währung bei weitem übersteigen.

Die Kristallkugel

Wie wir die Zukunft sehen

Bleiben wir einen Moment beim obgenannten Thema, der gigantischen Kreierung von Liquidität. Dies ist nämlich ohne Zweifel der kardinale Aspekt, welcher nicht nur das Jahr 2009, sondern ebenfalls das neue Jahr 2010 prägen wird.

So weit so gut. Die Zentralbanken haben jegliches Institut gerettet (ausser der armen Lehmann Brothers), welches sich an den Rand des Finanzabgrunds begeben hatte. Dazu wurde, wie wir eingehend beschrieben haben, Unsummen an neuem Geld gedruckt und quasi zum Nulltarif an das Finanzsystem abgegeben. Wir haben alle Glück gehabt. Denn diese, in diesem Stil noch nie dagewesene Aktion, hat das Bankensystem dieser Welt gerettet und das schlimmste aller Szenarien – eine Systemkrise – verhindert. So. Finanzsystem gut, alles gut? Leider nicht. Die Wirtschaft Amerikas und Europas und deren Konsumenten sind nicht „saniert“ wie die vielen Banken, deren Casino Gebaren toleriert werden *musste*, ansonsten Unvorstellbares eingetreten wäre. Die Absicht der Zentralbanken war natürlich, nicht nur die Banken zu retten, sondern mindestens so sehr die Welt zu neuem Leben zu stimulieren mittels Geldvergabe zum Nulltarif. Das Problem ist nur, dass das Geld kaum in der Realwirtschaft dieser Welt angekommen ist! Und nun schwappen Billionen von Dollar, Euro und was es da alles an Geld gibt, in der Gegend umher, mit der

Folge, dass wir schon mitten in einem neuen Bubble gelandet sind. Viel zu viel Liquidität wirbelt im System umher. In die Wirtschaft fliesst es spärlich, zum Konsumenten kaum (denn der ist ein schlechtes Risiko) und so profitieren vor allem die Banken, die fast todsicher profitabel agieren können und die Aktienbörsen, die fast magisch das viele orientierungslose Geld ansaugen, das umherirrt, denn im Geldmarkt erhält man null Zins und in Obligationen rachitisch anscheinende Renditen. Rachitisch jedoch nur unter der Annahme bevorstehender Inflation. Gar nicht schwindsüchtig, jedoch im Falle einer gewissen Deflationstendenz, denn in Japan oszillieren die Renditen von zehnjährigen Staatsobligationen schon seit zehn Jahren um 1%!

Ob man es wahr haben will oder nicht, wir befinden uns schon wieder in einer Art eines Blasen-Umfelds. Aktien, die da und dort bedeutend mehr Dividenden-Rendite abwerfen als festverzinsliche Anlagen, drängen sich der Anlegerschaft fast notgedrungen auf und es ist recht wahrscheinlich, dass die Aktienbörsen weiter positiv agieren. Und was spricht dagegen? Dagegen spricht eine resolute Trendumkehr im Gebaren der Zentralbanken. Sollten diese (was sie in letzter Zeit immer wieder vorausgesagt haben) bald einmal damit beginnen, ihre Stimulierungsbillionen wieder zu sterilisieren und dem System wegzunehmen, dann sähe die Situation ziemlich anders aus. Dann würden die Zinsen selbstverständlich steigen und die relative Attraktivität der Aktien würde sinken. Wir denken jedoch, dass die Zentralbanken lediglich Drohgebärden aussprechen, denn die westliche Wirtschaft ist zurzeit noch viel zu fragil um ihr den Sauerstoff der Rettungsaktion zu entziehen. Rein fundamental bleiben wir dabei, dass Asien (ex Japan) für wahre Investoren die besten Wirtschaftsaussichten birgt. In Anbetracht dessen, dass die Zentralbanken das Geschehen an den Finanzmärkten im neuen Jahr erneut gänzlich prägen werden, muss unsere Gegenwarteinschätzung wirklich im Sinne des Wortes verstanden werden. Gegenwärtig ist es so, dass die Umstände eine Aktienblase hervorrufen. Deren Ende abzuschätzen ist gänzlich unmöglich, womit sich klar ergibt, dass es verlorene Zeit darstellt, sich mit dem Umfeld der fernen

Zukunft zu befassen. – Wie sagte schon Albert Einstein?... „Ich befasse mich nie mit der Zukunft. Sie kommt schnell genug.“

Bis auf weiteres werden wir uns deshalb laufend mit der Gegenwart beschäftigen. Was schwierig genug sein wird.

MAB