

# Unser Standpunkt, 30. Juni 2010

- |    |  |  |
|----|--|--|
| 2  | Nicht grausam, sondern Realität        | Das Öffnen der Schuldenfalle                         |
| 3  | Flucht nach vorn                       | Europa deckt Schulden mit Schulden                   |
| 5  | Zeit ist Geld                          | Erneute Rettung der Banken                           |
| 8  | Der Widerspruch                        | Warum Staatsanleihen kein sicherer Hafen sein können |
| 11 | Flehen Sie vor höchster Bonität        | Wo man noch anlegen darf                             |
| 14 | Vor lauter Bäumen den Wald nicht sehen | Investoren müssen Farbe bekennen                     |

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 2010 – 28. Juni 2010** (in Schweizer Franken/Euro)

		in CHF	in Euro
Schweiz	SMI	- 3.59 %	+ 7.04 %
Deutschland	DAX Xetra	- 6.90 %	+ 3.35 %
Frankreich	CAC 40	- 18.16 %	- 9.14 %
Grossbritannien	FT-SE 100	- 8.14 %	+ 1.99 %
Schweden	OMX Stockholm 30	+ 4.40 %	+ 15.91 %
Europa	STOXX 50	- 18.96 %	- 10.03 %
USA	S & P 500	+ 0.97 %	+ 12.09 %
	Nasdaq	+ 2.54 %	+ 13.84 %
Japan	Nikkei	- 0.18 %	+ 10.82 %
Bloomberg- Effas Franken/Euro Obligationen Index (5-7 Jahre Laufzeit)		+ 3.27 %	+ 2.69 %
Index ausgewogenes Mandat *		+ 0.18 %	+ 5.23 %

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

		in CHF	in Euro
Schweiz	SMI	+ 0.93 %	+ 17.17 %
Deutschland	DAX Xetra	+ 15.65 %	+ 34.25 %
Frankreich	CAC 40	- 27.16 %	- 15.44 %
Grossbritannien	FT-SE 100	- 29.30 %	- 17.93 %
Schweden	OMX Stockholm 30	+ 6.61 %	+ 23.77 %
Europa	STOXX 50	- 27.75 %	- 16.12 %
USA	S & P 500	- 23.74 %	- 11.47 %
	Nasdaq	- 8.72 %	+ 5.96 %
Japan	Nikkei	- 12.14 %	+ 1.99 %
Bloomberg- Effas Franken/Euro Obligationen Index (5-7 Jahre Laufzeit)		+ 17.55 %	+ 21.61 %
Index ausgewogenes Mandat *		- 1.39 %	+ 7.05 %

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

50 % Morgan Stanley Welt Aktien-Index

*„Austerität“ stammt aus der griechischen Sprache (austeros)  
und bedeutet unsanft/grausam*

## Nicht grausam, sondern Realität

### Das Öffnen der Schuldenfalle

---

Es ist manchmal schon eigenartig, wie die scheinbar so gut informierte Welt hinlänglich bekannte Probleme zu ignorieren scheint und dann - behüte Gott - beim Ausbruch der grundsätzlich absehbaren Krise einer Neurose verfällt und in Hysterie ausbricht.

Angesprochen ist hier die griechische Schuldenfalle, welche Europa an den Abgrund des monetären Kollapses geführt hat, obwohl Griechenland lediglich etwa 3% der Wirtschaftsleistung der EU ausmacht. Wir sagen „etwa“, da man nie wirklich weiss, ob die in Athen verfassten Statistiken unter- oder übertrieben oder ganz einfach erfunden sind. Man darf sich also als Beobachter des europäischen Kesseltreibens berechtigterweise fragen, ob denn Griechenlands Eingestehen der Zahlungsunfähigkeit nicht vielleicht nur ein Sturm im Wasserglas darstellt; ist die Wirtschaftsleistung des Landes doch unverhältnismässig klein im Vergleich zu Europas gesamter Leistung. Die Antwort lautet „ja“, denn ein finanziell auf fundierten Füßen stehendes Europa hätte Griechenlands de facto-Pleite ohne weiteres wegstecken können. Das Problem ist, dass die EU Länder eben in keinsten Weise gesund sind und der Knoblauch-Gürtel, wie die mediterranen EU Länder manchmal abschätzig betitelt werden, eben unisono überschuldet sind. Man erinnere sich: vor der Taufe des Euros hatten Italien, Spanien, Portugal – gar nicht zu reden von Griechenland – Zinsniveaus von zehn Prozent und mehr. Und plötzlich kam der liebe Gott daher als Kreator der europäischen Einheitswährung und bescherte Kreditkosten im Rahmen dessen, was in Deutschland bezahlt werden musste: ein Bruchteil der üblichen Darlehenszinsen. Das Schlaraffenland

war ausgebrochen und es war naheliegend, dass nun Kredite aufgenommen wurden was das Zeug hielt. Fast ohne Eigenkapital wurde ein Haus gekauft, ein Schwimmbad gebaggert, ein Cayenne geleast. Und die Banken (schon wieder die klugen Banken) liehen Geld aus wie die Wilden. In Spanien wurden aberhunderttausende von hässlichen Kondominien auf rein spekulativer Basis erstellt. Wenn man in den letzten Jahren durch Andalusien fuhr, hatte man als braver Schweizer den Eindruck, als wäre man der einzige Bürger dieser Welt, der noch keines dieser Prachtstücke mit freiem Blick auf die Autobahn erstanden habe. Griechenlands Eingeständnis der Pleite war nur der Augenöffner für die Finanzwelt, dass diverse EU Länder zahlungsunfähig werden könnten. Und das ist leider keine gute Erkenntnis, denn ein Land wie Spanien ist ein Schwergewicht im Vergleich zu Athen.

## Flucht nach vorn

Europa deckt Schulden mit Schulden

---

Die Implikationen, die ein griechischer Bankrott ausgelöst hätte, waren für die Politiker ganz einfach zu brutal, als dass man sich der Realität stellen konnte. Vernünftigerweise (leider gibt es den Begriff „Vernunft“ nicht in der Politik) hätte man Griechenlands Bankrott über sich ergehen lassen sollen. Austritt aus der EU, Wiedereinführung der Drachme, Abschreiber für die Gläubiger. Ende des Lateins. Oder des Griechischen. Das wäre aus wirtschaftlicher Sicht richtig gewesen und wahrscheinlich wird es sich im Jahre 2012 erweisen, dass es ein Riesenfehler war, unzählige, in Europa dringend benötigte Hilfsmilliarden nach Athen geschickt zu haben. Griechenland wurde nicht in die EU aufgenommen mit der Prämisse, dass man das Land im Falle des Bankrotts retten würde. Vielmehr durfte Griechenland der Europäischen Union aufgrund der Kriterien beitreten, dass zum Beispiel die Staatsschuld unter 60% der Wirtschaftsleistung gehalten würde oder dass das Budgetdefizit nie 3% übersteigen könne.

Fakt ist, dass Griechenland diese Bestimmungen überhaupt nie eingehalten hat und frisch-fromm-froh getürkte Zahlen an die Zentralbank in Frankfurt gemeldet wurden, die rein nichts mit der Realität zu tun hatten. Wir alle dürfen uns deshalb schon zu Recht fragen, warum man denn Griechenland vor dem Bankrott rettete.

Nun, man hatte ganz einfach Angst vor der Knoblauch Lawine.

Die Ökonomen der Royal Bank of Scotland schätzen, dass die gesamten Schulden des öffentlichen und privaten Sektors von Griechenland, Spanien und Portugal zu Gunsten ausländischer Gläubiger rund 2'000 Milliarden Euro betragen. Man wirft heute schnell mit Milliarden-Beträgen um sich, doch 2'000 Milliarden Euro sind ein erschreckend hoher Betrag und stellen rund 22% der europäischen Wirtschaftsleistung dar! Natürlich muss man nicht davon ausgehen, dass diese Riesensumme als Totalausfall zur Debatte steht, doch selbst ein Bruchteil davon wäre fast unmöglich zu absorbieren. Also entscheidet man sich für das geringste Übel und sagt Athen die nötige Hilfe zu, was man – da sind wir uns sicher - noch bereuen wird.

Wussten Sie, dass Griechenland im Laufe der vergangenen zweihundert Jahre während sage und schreibe 52% der Zeit entweder zahlungsunfähig, bankrott oder in Umschuldung war? Frankreich war zwischen dem 16. und 19. Jahrhundert acht (!) Mal bankrott.

Da ging es den Deutschen besser. In den letzten hundert Jahren gab es bei unserem nördlichen Nachbarn „nur“ zwei Währungsreformen. Dabei wurde die Staatsschuld auf null gefahren. Nicht eben schön für die Gläubiger.

Wir könnten hier noch lange weiter zitieren. Spanien, zum Beispiel, das seine Weltmachtstellung vor dreihundert Jahren verlor, weil es vierzehnmal bankrott gegangen war und sich dadurch von der Weltbühne der

Mächtigen verabschieden musste. Die Grande Nation gab vor 220 Jahren rund zwei Drittel der Staatseinnahmen für Zinsdienste ab und das Regime kollabierte. Wenn man den Ratschlag hört: „Diesmal ist alles anders“ muss man höllisch aufpassen. Die Geschichte wiederholt sich nie wirklich, doch die Auslöser manch einer Umwälzung sind sehr oft die gleichen. Übermässige Schulden haben noch immer früher oder später zu Abschreibern und Unbill für die Gläubiger geführt. Und wenn es die Politiker richten können (was meistens der Fall ist), trifft es das Portemonnaie des Bürgers. Dies war vor zweihundert Jahren wie auch heute so. Das ist keineswegs eine subjektive Behauptung, denn:

## Zeit ist Geld

### Erneute Rettung der Banken

---

Die Notenbank-Chefs Europas sind natürlich um einiges gescheiter als wir. Die Damen und Herren wissen ganz genau, dass die gestopften, schwarzen Löcher Griechenlands keine Endlösung des Schuldenproblems darstellen. Man hofft (hoffen und glauben darf man immer), dass sich die Schuldenfalle irgendwie entspannt und/oder dass man nicht mehr im Amt sein möge, wenn Griechenland (und andere Länder Europas) zur Umschuldung schreiten müssen. Man hat sich also die Augen verbunden und Hilfe geleistet. Aber Hilfe für wen eigentlich? - Für Griechenland? - Für die EU als Einheit Europas? - Oder zu Gunsten der Stabilität des Finanzsystems vielleicht? – Nun kommen wir der Sache schon näher. Ein Bankrott Griechenlands wäre für diverse Banken Europas eine Katastrophe gewesen. Deutsche Banken haben Abermilliarden an Krediten zu Gunsten griechischer Schuldner ausstehend und die französischen Institute waren nicht minder spendabel hinsichtlich Kreditgewährung zu Gunsten Griechenlands. Die solideren Länder Europas haben nicht nur tief in die Tasche gegriffen für die Rettung des unseriösen griechischen Staates, sondern deren Zentralbank in Frankfurt auch noch befugt, die griechischen

Schuldbriefe zum Nominalwert aufzukaufen. So können sich die feinen Banken Europas froh und heiter und zu einem unrealistisch hohen Preis von ihren Griechenland-Engagements trennen und sie der europäischen Zentralbank andrehen, welche diese mit neu kreiertem Geld bezahlt. Mit anderen Worten: der Bürger der solventen Staaten Europas wird wieder einmal über den Tisch gezogen, genauso wie in den vergangenen Jahrhunderten, als viele europäische Staaten regelmässig zahlungsunfähig wurden. Ist heute alles anders? – Überhaupt nicht. Und man tut gut daran, dies in Erinnerung zu halten. Zum Beispiel bei der Formulierung der momentanen Anlagepolitik. Oder in ein paar Jahren, wenn die Tage der Wahrheit ans Licht kommen und die Rechnung dafür bezahlt werden muss, dass unser System jahrelang über die Verhältnisse gelebt hat.

Widmen wir uns also jetzt der Gegenwart: die Risikoaversion der Anleger hat sich laufend gesteigert. Angst geht um. Was ist denn eigentlich noch sicher genug? Nur das Beste darf es sein. Die Investoren flüchten also in die scheinbar sichersten Anlagen. „Sovereign Debt“ heisst die Lösung, allerbeste Staatsschuldner müssen ins Portefeuille. Die Renditen der sicheren Häfen fallen laufend und selbst Staatsobligationen Englands rentieren nur noch 1.23% (dreijährige Laufzeit), gar nicht zu reden von der besten Bonität Europas – Deutsche Staatstitel – welche auf eine Rendite von 0.69% (ebenfalls dreijährige Laufzeit) abgetrudelt sind. Doch ist das die Lösung und das Ei des Kolumbus der heutigen Vermögensverwaltung? Unter der Prämisse, dass heute alles anders ist als früher und dass es doch nicht mehr sein kann, dass ein moderner Staat bankrott geht, wäre das tatsächlich ein gutes Vorgehen.

Das Problem ist, dass wir eben nicht daran glauben, dass die Grundfeste der finanziellen Logik heute nicht mehr spielen und total überschuldete Staaten (und übrigens auch Einzelpersonen) immer und ewig auf Pump leben können, indem die Löcher laufend mit neuen Schulden gestopft werden. Irgendwann ist nämlich Schluss. Wann, fragen Sie zu Recht. Nun, dann nämlich, wenn das Vertrauen in den Schuldner bricht. Griechenland

vollführte schon lange einen Hochseilakt. Doch nichts passierte während Jahren und die gescheiterten Banker borgten billiges Geld aus, um dieses in Athen anzulegen und kräftig an der Zinsdifferenz zu verdienen. Lange ging dies gut, doch im Laufe dieses Frühlings war es dann plötzlich aus mit der Zuversicht und Griechenland stand vor dem Aus. In der Zwischenzeit wissen wir, dass die EU den Bankrott verhinderte, die Geldgeber (die feinen Banken eben) retteten und einmal mehr ein Schuldenloch mit neuer Schuld deckten. Wenn der Finanzmarkt in letzter Zeit also die meisten Staatsobligationen hochjubelte, quasi als Kapitalschutz erster Güte, dann muss dies ganz einfach falsch sein. Wir hüten uns davor, den defensiven Teil Ihres Portefeuilles in Staatsobligationen anzulegen und ziehen festverzinsliche Papiere von *Industrieschuldnern* eindeutig vor. Wir wären überhaupt nicht erstaunt, wenn die heutige Bewertung von Staatsanleihen als böse Blase in die Geschichte einginge. Und wenn Amerika heute mit dem Finger auf Europa zeigt und selbstsicher proklamiert, dass Europa am Ende sei, dann sollte man sich mal einen Moment den U.S. Staatszahlen widmen. Man kommt dann nämlich sehr schnell zum Schluss, dass niemand mit Steinen schmeissen soll, der in einem wackligen Glashaus sitzt. Unterbrechen Sie doch mal kurz die Lektüre dieses Berichtes, fahren Sie Ihren Computer hoch und gehen Sie auf die Internet-Seite [www.usdebtclock.org](http://www.usdebtclock.org). Seien Sie vorsichtig beim Betrachten des Inhalts, denn es kann Ihnen leicht schwindlig werden beim Bestaunen der unheimlich und unaufhaltsam nach oben rasenden Schuldenzahlen der Vereinigten Staaten. Binnen Sekunden steigt die Staatsschuld um eine Million und innert 24 Stunden erhöht sich die Verbindlichkeit locker um 5 Milliarden Dollar! Ja, dies ist kein Verschreiber. Schauen Sie sich diese Seite mal in Ruhe an, obwohl die Gefahr besteht, dass Ihre Ruhe nicht lange andauert. Da sehen Sie rot auf weiss, wie sich das amerikanische Schuldenloch ausweitet, wie der Zinsendienst des Landes explodiert, wie sich die Kreditkarten-Schulden krebsartig ausweiten, wie die „unfunded liabilities“ – die Verbindlichkeiten ohne Rückstellungen nämlich, astronomische Grössenordnung erreichen. Die letztere Zahl steht heute so um die 110 Billionen Dollar. Eine Zahl, die fast eine Zeile ausfüllt, als wären wir in



Zimbabwe: \$ 110'000'000'000'000. Da sind die Verbindlichkeiten im U.S.-Gesundheitssektor mit \$ 76'000'000'000'000 ein bisschen einfacher zu lesen. Aber nur ein bisschen. Sie werden uns vielleicht nicht glauben, dass die Weltmacht No. 1 mit derartigen Verbindlichkeiten kutschiert, doch leider ist dies eine Tatsache, welche Sie jederzeit auf der zitierten Webseite nachvollziehen können. Zudem riskieren wir, dass unsere Zahlen bei der Lektüre dieses Berichtes nicht mehr aktuell sind und die Aktualität noch grausamer aussieht. Zum Zeitpunkt des Verfassens dieses Berichtes beläuft sich die gesamte U.S. Schuld auf rund \$ 55,7 Billionen. Dies vergleicht sich mit einer momentanen Wirtschaftsleistung von schätzungsweise \$ 14.2 Billionen. Gute Nacht. Wir riskieren, dass Sie sich vom aktuellen „Standpunkt“ abwenden und zur Cognac-Flasche greifen.

## Der Widerspruch

Warum Staatsanleihen kein sicherer Hafen sein können

---

Bevor die Schuldenproblematik eskaliert, wird es wahrscheinlich Erleichterung geben. Links und rechts lesen wir heute vom „End of the Euro“ (Newsweek) und die G7 Behörden diskutieren notgedrungen über eine multilaterale Intervention zu Gunsten des Euros, vergleichbar mit dem „Plaza Accord“ von 1985, welcher einen sehr markanten Einfluss auf die Devisenmärkte zeitigte. Jim O'Neill, Chef des Global Economic Research Council von Goldman Sachs, fragte kürzlich eine Zuhörerschaft von 600 Personen, ob der Euro in 12 Monaten signifikant höher oder tiefer zum Dollar stehe. Nur zwei Personen optierten für einen höheren Euro-Kurs. Es ist dies ein klares Indiz, dass der Euro in nächster Zeit kaum weiter abstürzt gegenüber dem U.S. Dollar. Ist ja eigentlich auch logisch, wenn man unsere obigen Ausführungen hinsichtlich U.S. Verschuldung in Betracht zieht. Warum sollte man die gefährdete Euro-Zone verlassen, um sich ernsthaft U.S. Dollar-Schuldpapieren als „sicherem Hafen“ zuzuwenden? Das macht doch keinen Sinn. Europas Probleme gerieten

schneller ins Rampenlicht, weil wir hier keine politische Union haben, sondern nur einen gemeinsamen Wirtschaftsraum. In Amerika ist das anders. Da fährt man beides, und niemand spricht davon, dass 14 U.S. Staaten bankrott sind – Kalifornien mit eingeschlossen.

Vergessen Sie also die scheinbar sicheren Häfen in der Form von europäischen oder amerikanischen Staatspapieren. Beide Kontinente haben fast identische Überschuldungsprobleme. Das Licht fiel in letzter Zeit ganz einfach aufgrund des Griechenland-Problems auf Europa und den Euro als Währung, doch ob jene Mittel, welche man unbedingt vor Werterosion geschützt zur Anlage bringen möchte, in U.S. Staatsobligationen fließen sollten, sei hier sehr dezidiert bezweifelt.

Wissen Sie, wann das letzte Mal Flucht in Staatsobligationen stattfand? Als man einfach kein Geld verlieren wollte und nur das scheinbar Sicherste des Sichersten wählte? Die Antwort lautet 1929 und 1931. Und dies war der Auslöser der schrecklichsten Zerstörung von Kapital seit Menschengedenken. Was die Depression damals so grausam machte, war nicht die Baisse der Aktienbörse! Es waren die Staatsbankrotte, welche die scheinbar ultravorsichtig agierenden Anleger um ihr Kapital brachte! Viele verloren ihr ganzes Hab und Gut mit Staatsobligationen, während Aktien von fundierten Gesellschaften zwar auch temporär tauchten, sich jedoch wieder erholten. Ist es diesmal wirklich anders, wie uns viele weismachen? Sind die heutigen Zentralbank-Mechanismen wirklich unfehlbare Retter in jeder Situation? Kann diesmal der Staat unlimitiert Geld drucken (das gerühmte „Quantitative Easing“) ohne Folgen, ohne Verwässerung der Geldwerte? Vielleicht für einige Zeit. Aber nicht nachhaltig und dauerhaft – es sei denn, das Wirtschaftswachstum der westlichen Welt schnell in wundersamer Weise auf die hohen Werte Chinas. Aber das ist so unwahrscheinlich wie die Behauptung, dass es den Osterhasen gibt. Wir denken also, dass die Realität früher oder später die Märkte erreicht und ein Aderlass eintritt.

Bislang haben wir mehrheitlich von Europa gesprochen. Doch wie sieht es denn aus hinsichtlich der *globalen* Schuldenlage? Amerika wurde schon angesprochen. Seit Sie die U.S. Schulden Webseite konsultiert haben, sind wahrscheinlich etwa hundert Millionen an Verpflichtungen dazugekommen. Doch schauen wir uns kurz einige weltumspannende Fakten an:

- Heute fallen mehr als 40% des globalen Bruttosozialproduktes Ländern zu, welche Fiskaldefizite von 10% oder mehr aufweisen. Es sind dies nicht etwa Exotenländer, sondern ausschliesslich „etablierte“ Staaten.
- Falls das Ausgabegebahren keine Änderung erfährt, werden die Budget-Defizite explodieren: auf mindestens 8-10% in Japan, Spanien, U.K., USA und gegen 7% in Deutschland, Holland, Belgien, Österreich. Für Südeuropa trauen wir uns keine Prognose zu. Die Iren und Griechen natürlich im zweistelligen Bereich.
- Verschuldung: ohne drastische Sparmassnahmen (die garantiert in Deflation münden würden) wird die Schuldenquote während der kommenden Dekade in Japan über 300%, in England über 200%, in vielen „alten“ EU Staaten und in den USA auf über 150% steigen.
- Falls die Inflation auf 5% steigt (was heute fast herangewünscht wird), würden sich die Zinsdienste der Regierungen wahrscheinlich verdreifachen.
- Die offiziellen Statistiken der Staatsschulden sind oft de facto gefälscht. Nehmen wir England als Beispiel. Die publizierten Zahlen schliessen die durch die Regierung garantierten Bankschulden aus. Dies betrifft über £ 300 Milliarden. Die Politik nimmt einfach an, dass sich alles zum Besseren wenden wird, die Banken wieder total gesunden und diese Garantien ablösen können. Diese Verpflichtungen werden 2012 fällig. Es ist total unrealistisch zu

erwarten, dass die Banken eine solche Schuldensumme übernehmen können. Dies wird den Schuldenberg der Nation um rund 20% erhöhen!

- Die USA stehen England hinsichtlich solcher Verschleierung nicht nach. Die Regierung garantiert für die Schulden der sog. „Government Sponsored Enterprises“. Zum Beispiel für die Hypothekar-Riesen Fannie Mae und Freddie Mac. Die beiden gingen letztes Jahr bankrott und verlieren täglich mehr Geld. Wir sprechen hier nicht „nur“ von ein paar hundert Milliarden. Es handelt sich um 5 Billionen Dollar (kein Schreibfehler) – oder etwa 35% des Brutto-sozialprodukts der Vereinigten Staaten, welche überhaupt nicht in den Schuldenstatistiken figurieren!

So. Jetzt reicht's. Wir sorgen uns um Ihre Gesundheit und Ihre Psyche und möchten hier Schluss machen mit unserer „Beweisführung“, dass die Schuldenorgie eine bedenkliche Grössenordnung erreicht hat. Es liegt uns jedoch daran, heute klar und deutlich zum Ausdruck zu bringen, dass der Fall Griechenland quasi als Öffner der „Pandora-Schulden-Büchse“ in die Geschichte eingehen könnte. Griechenlands Schuldenkollaps kann jedoch nur der Anfang sein einer sich bald mal drehenden Umschuldungslawine. Umschuldung ist ein unscheinbares Wort. Doch es erfordert immer Opfer. Opfer, die wir nicht bringen wollen. Opfer, denen man besser aus dem Weg gehen sollte. Die Lösung heisst Vorsicht. Vorsicht vor dem scheinbar Besten. Vorsicht vor staatlichen Schuldpapieren mit AAA Prädikat.

## Fliehen Sie vor höchster Bonität

Wo man noch anlegen darf

---

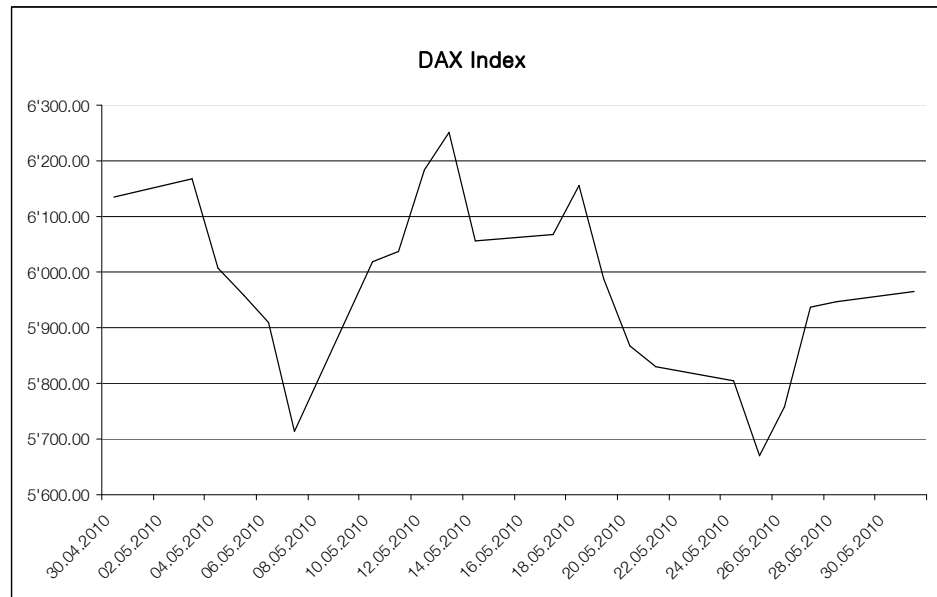
Was wir hier als Überschrift gewählt haben, mutet schon ein bisschen absurd an. Entweder sind wir verrückt geworden, dem Zynismus total

verfallen (wir geben es ja zu: Die Zeilen huldigen dieser Tendenz sporadisch) oder die Anlagewelt hat sich grundlegend verändert. Letzteres ist den Tatsachen sicherlich am nächsten. Fragt man sich doch einmal, warum die Börsen derart volatil geworden sind. Heute vier Prozent rauf, morgen fünf Prozent runter, übermorgen Euphorie und wieder ein Rutsch nach oben. Das gab es früher nie. Und da sagt man, die Welt sei heute so gut vernetzt, dass alle fast gleich gut informiert seien über Tatsachen und Meinungen. Das macht keinen Sinn. Realität ist, dass die Anlagewelt etwas spürt, das nicht quantifizierbar ist. Etwas, das noch nie eingetreten ist. Wenigstens was die Lebenszeit der meisten Akteure anbelangt. Es liegt eine Spannung über den Märkten, ähnlich einer atmosphärischen Spannung vor dem Ausbruch eines Gewitters. In solchen Sommermomenten spürt man etwas, doch die Objektivität fehlt. Nur jene ohne Bewusstsein begeben sich in Deckung. Die Tiere zum Beispiel, die sich still verziehen, bevor die Blitze krachen. Warum? Aus Instinkt halt.

Die Börsen haben auch einen Instinkt. Heute spüren diese, dass etwas in der Luft liegt. Etwas, womit man noch nie zu tun hatte. Es herrscht Nervosität, ansonsten die grossen Indizes dieser Welt nicht fast täglich um mehrere Prozentpunkte rumhüpfen könnten. Wir denken, dass dies mit den Verwerfungen der Weltverschuldung zu tun hat, welche noch nie dagewesene Dimensionen erreicht hat.

Milliarden, Billionen, Trillionen werden in einem Atemzug genannt. Gigantische Verpflichtungen schwirren im System herum und jedefrau und jedermann (wir sind politisch korrekt in unserer Ausdrucksweise) weiss instinktiv, dass diese riesenhaften Summen auch nicht ansatzweise je zurückbezahlt werden können. Da hilft es wenig, wenn schlaue Ökonomen predigen, dass Kredite nicht vorgesehen sind, amortisiert zu werden. Irgendwann ist einfach Schluss. Selbst ein Milliardär hat seine Belastungsgrenzen.

Die Volatilität an den Weltbörsen ist, wie gesagt, extrem. Schauen wir uns mal die Ausschläge an, welche der deutsche Börsenplatz im Monat Mai eben vollzogen hat:



Es sind dies Bewegungen, die nichts mehr zu tun haben mit fundamentalem Bezug zur realen Wirtschaftslage. Was heute richtig ist, scheint morgen ein Irrtum zu sein. Wenn sich die Aktienbewertungen der grössten Firmen dieser Welt pro Tag um fünf Prozent rauf- und runterbewegen, dann grenzt dies an neurotisches Benehmen. Es sind dies Verwerfungen von noch nie dagewesener Intensität und sie verunsichern die Welt, die Politik, Sie als Anleger(in) und uns als Entscheidungsträger. Also was tun, wenn man keinem Schuldner mehr traut, apokalyptisches Handeln über Nacht in Euphorie umschlägt, die Politik konzeptlos vor sich hin wurstelt?

## Vor lauter Bäumen den Wald nicht sehen

Investoren müssen Farbe bekennen

---

Wenden wir uns also den Aussichten für die Finanzmärkte und einer vernünftig formulierten Anlagepolitik zu.

Aus den obigen Ausführungen darf man folgern, dass wir nicht konzeptlos sind, wenn wir für unsere Klientschaft da und dort viel Bares horten. Nun, es entspricht sehr wohl einer Entscheidung, zuweilen „nichts“ zu tun. Bargelder liegen nicht einfach zufällig auf den Kontokorrenten unserer Kunden. Es stellt ganz einfach Schiesspulver dar, welches man auf jeden Fall trocken halten will. Es schliesst dies auch kurzfristige, erstklassige Gesellschaftsobligationen ein, welche in unserer Heimwährung weniger als ein Prozent rentieren und scheinbar einen Anlagewitz darstellen. Wir fahren auch sehr wenige Festgeld-Anlagen und sind der Meinung, dass man besser auf die eher symbolischen Zinserträge, welche derzeit erhältlich sind, verzichten sollte, denn das Bankenrisiko steht in keinem Verhältnis zum winzigen Ertrag. Da entscheiden wir uns lieber zu Gunsten hoher Barbestände, welche bei erstklassigen Privatbanken, mit welchen wir mehrheitlich arbeiten, besser aufgehoben sind als im Euromarkt, der ein völlig unreguliertes System darstellt. Überlegen Sie sich bitte einmal, warum die Depotbank auf einer Festgeldbestätigung aufführt „auf Rechnung und Risiko des Klienten“. Ein Festgeld im Euromarkt ist keinesfalls zu vergleichen mit einem Festgeld im Inland, welches der Verrechnungssteuer unterliegt und in der Bilanz der Gegenpartei figuriert.

Unsere Bedenken hinsichtlich der heutigen Verschuldungslage der Welt, die man mit Fug und Recht bedrohlich nennen darf, haben zur Folge, dass wir also Festgelder als unerwünschtes und nicht lohnenswertes Risiko betrachten. Erste Aussage, also.

In der Sparte der „Pièces de Résistance“ – den festverzinslichen Anlagen – sprich Obligationen – sind wir hypervorsichtig. Die Beweggründe dazu sind in diesem Bericht eingehend dargelegt worden. Nach Möglichkeit keine Staatsschuldner, sondern nur erstklassige Gesellschaften. Leider sind wir nicht die einzigen, welche solchen Anlagen den Vorzug geben. Und Papiere von erster Bonität sind rar und rentieren nicht eben viel. Doch lohnt es sich, das Kapital zu riskieren, um ein Prozent mehr Zins zu erhalten? Die Antwort lautet „sicher nicht“ – es sei denn, man müsse gegen einen „Benchmark“ arbeiten, welcher natürlich mehrheitlich bestbenotete Staatsschulden in sich birgt. Dann muss der arme Investor (wir meinen uns) wider seine Überzeugung in Dingen anlegen, die aussen fix und innen nix sind. Hier also die zweite Aussage.

Seit geraumer Zeit sind wir auch bestrebt, Ihrem Portefeuille eine gewisse Versicherung gegen das Unbekannte beizufügen. Wir meinen Gold. Physisches Gold. Barren im Tresor. Das tönt reichlich archaisch, doch wir trauen den Banken nicht ganz und zahlen lieber ein paar Dollar mehr, als dass wir synthetische Goldunzen auf einem Gutschriftkonto kaufen würden. Die Amerikaner verstehen immer noch nicht, warum es Anleger gibt, die ein Metall, Gold also, allen Ernstes als Anlage betrachten. In Europa, Asien, Südamerika hat man jedoch eine historische Affinität zu Gold. Man weiss, dass das gelbe Metall schon einiges an wirtschaftlicher und politischer Unbill überstanden und Existenzen gerettet hat. Wir halten unser physisches Gold nicht darum, weil wir ein Preisziel hätten. Wir haben keine Ahnung, ob Gold bei 1200 Dollar pro Unze teuer oder billig ist. Niemand weiss das, auch wenn diverse „Gold Letters“ das Gegenteil behaupten. Eine Anlage in Gold ist als Versicherung zu verstehen. Läuft alles bald wieder gut und rund, so wird der Goldpreis wohl kaum weiter steigen und eher zurückfallen. Kein Problem. Denn in einem solchen Umfeld werden sich unsere Aktien wahrscheinlich recht zufriedenstellend aufführen. Gold ist unsere Rückversicherung. Man muss damit nicht unbedingt Geld verdienen. Wenn man eine Lebensversicherung abschliesst, hofft man ja schliesslich auch nicht, dass man gleich sterben



möge, so dass umgehend eine tolle Summe ausbezahlt wird. Also, dritte Aussage: Die heutigen Umstände legen nahe, dass ein Wertschriften-Portfolio versichert ist.

Dann der Joker jeden Jahres: die Wechselkurse. Wie wir schon oft ausgeführt haben, macht dieser Faktor jahrein jahraus einen sehr beträchtlichen Teil der Performance aus. Nicht immer zum Guten. Zuweilen war unsere Überzeugung fundiert und überzeugt. Wir hielten manchmal sogar einen Teil der Liquidität in einer gewissen Fremdwährung, um von einer erwarteten Aufwertung des Dollars, des Euros, des Yen oder was immer zu profitieren. Heute ist das anders. Wir haben (fast) keine Ahnung, ob beispielsweise der U.S. Dollar Ende dieses Jahres höher oder tiefer steht zum Schweizer Franken als heute. Oder der Euro? Prinzipiell sollte der Euro weiter schwächeln, doch nicht alle mögen das. Die Schweizer Nationalbank hat in letzter Zeit Unsummen an Euro Milliarden aufgekauft, um den Kurs zu stützen. Vielleicht dauert das an. Vielleicht auch nicht. Es ist auch durchaus denkbar, dass der Euro weiter absackt, denn es ist keineswegs so, dass die Währung heute ‚billig‘ ist. Denken wir daran, dass der Euro zum Dollar auch schon bei 83 Cents die Hand wechselte. Eine weite Reise vom heutigen Niveau.

Und der Dollar? Man sagt, die U.S. Währung sei zurzeit stark. Der Euro falle ja ständig. Nun ja, der Euro fällt als Folge des Griechenland-Malheurs, doch ist der Dollar deshalb stark? Reiner Unsinn. Der Greenback hat seine eigenen, hausgemachten Probleme und hat einfach Glück, eine Reservewährung zu sein. Der Bankier der Nation – China – hat nämlich auch kein grosses Interesse an einem fallenden Dollar und so bleibt eigentlich (noch) verschleiert, dass der U.S. Dollar nicht eben das tollste Aktivum auf Erden ist. Also was nun? Keine Euros, keine Dollars. Was denn überhaupt? Es ist heute unserer Meinung nach unabsehbar, wohin diese beiden Währungen tendieren und wir sind deshalb der Meinung, dass die Fremdwährungsrisiken neutralisiert werden sollten. Was heisst das nun? – Das bedeutet, dass man keine quasi beiläufigen Währungsrisiken fahren sollte. Wenn

man als Schweizer eine Siemens-Aktie besitzt, so kaufte man diese aufgrund des erwarteten Potentials des Aktienkurses und nicht weil man einen höheren Euro Wechselkurs erwartete. Und wenn ein Kunde mit Dollar als Referenzwährung eine Nestlé-Aktie im Depot hat, so geschieht dies aufgrund der positiven Aussichten für die Firma und nicht weil man von einem höheren Schweizer Franken profitieren möchte. Der Wechselkurs einer zugrunde liegenden Aktie ist das beiläufige Risiko, welches wir heute meistens eliminieren möchten. Was nicht heisst, dass wir keine Ausnahmen fahren. Das U.S. Dollar Risiko haben wir beispielsweise für unsere Schweizer Franken basierten Depots seit Januar sehr bewusst in Kauf genommen und von einem höher tendierenden Wechselkurs profitiert. Eine erneute Absicherung steht heute jedoch wieder zur Diskussion und könnte bald implementiert werden. Vierte Aussage: Die Wechselkurse sind heute fast nicht prognostizierbar. Fremdwährungsrisiken sind deshalb unerwünschte Risiken, die es oft abzusichern gilt.

Und so kommen wir noch auf den fantasievollen Teil des Anlagedepots zu sprechen. Auf die Aktien nämlich.

Sie werden möglicherweise fragen „Aktien? Die müssen doch sicher verbannt sein, wenn man schon negativ ist hinsichtlich sicherer Staatsanleihen!“ – Gar nicht. Wir denken effektiv, dass man im Falle einer nachhaltigen Staatsschuld-Krise besser geschützt ist mit Aktien als mit den meisten anderen Anlagen. Wenn Südeuropa einer Umschuldung nicht aus dem Weg gehen kann und die Besitzer solcher Staatsobligationen Haare lassen müssen, dann heisst das überhaupt nicht, dass eine Nestlé oder eine Roche im Desaster enden. Ganz im Gegenteil. Gesellschaften mit guter Bilanz und wenig oder besser noch, gar keinen Schulden, werden prima durch solche Finanzstürme kommen. Die Aktienkurse mögen temporär und im Zuge der Unsicherheiten Boden einbüssen, doch der Investor wird mittelfristig viel besser vor Kapitalverlusten geschützt sein als ein scheinbar defensiv agierender Anleger, welcher sein ganzes Geld in

mündelsicheren Staatspapieren parkte und dann – wie so oft in der Finanzgeschichte – unerwartet und happig geschröpft wird.

Auch wir können heute unmöglich abschätzen, wie nachhaltig die zarte Erholung der Weltwirtschaft wirklich ist. Wir können auch nicht absehen, wann es zu Ende ist mit der Politik des billigen Geldes. Man sollte fast sagen, des Gratis-Geldes. Das wird vielen weh tun. Wenn heute schon hunderttausende von Hausbesitzern Mühe haben, ihre Hypothekarzinsen zu zahlen, dann fragt man sich schon mit schnell ansteigendem Blutdruck, was denn geschieht, wenn die Zinsen auf „normale“ Niveaus zurückkehren. Ist ja logisch. Kleine Schulden, kleine Zinsen. Gigantische Schulden (wie ausführlich dargelegt), grosse Zinsen. Übermässige Schulden, Ende des Lateins sobald die Zinsen historisch normale Niveaus erreichen.

Aktien von fundierten, nachhaltigen Firmen mit guter Bilanzqualität sind bedeutend weniger risikobehaftet als man denkt und selbst ein Depot mit äusserst konservativer Anlagestrategie tut gut daran, das vorsichtige Agieren nicht in eine einseitig auf Obligationen ausgerichtete Politik münden zu lassen. Und vergessen wir nicht, dass manch eine Blue Chip Aktie heute bedeutend mehr rentiert als eine Obligation. Nestlé rentiert 3%. Aussage Nummer fünf lautet deshalb: Risiko ist relativ. Teilhaber einer fundierten Gesellschaft zu sein ist heute klüger als Darlehensgeber maroder Staaten.

Wir werden sehen. Wir freuen uns auf unsere nächste Begegnung.

MAB