

Unser Standpunkt, 31. Dezember 2012

6	Die Logik ausgehebelt	Warum die Börsen so manches ignorieren
8	Der Anfang vom Ende	Das Investment Banking wird von der Realität eingeholt
11	Endlich ein Umdenken	Auferstehung der Bankaktien?
12	Die Enteignung der Bürger	Die schleichende Monetisierung der Schulden
16	Trickkiste 77	Wie die Zentralbanken die Notenpresse neutralisieren
18	Plus ça change	Die Umstände diktieren die Anlagepolitik

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 2012 – 27. Dezember 2012 (in Schweizer Franken/Euro)

			in CHF		in Euro
Schweiz	SMI	+	15.60 %	+	16.12 %
Deutschland	DAX Xetra	+	29.22 %	+	29.80 %
Frankreich	CAC 40	+	15.77 %	+	16.28 %
Grossbritannien	FT-SE 100	+	8.38 %	+	8.86 %
Schweden	OMX Stockholm 30	+	15.64 %	+	16.15 %
Europa	STOXX 50	+	14.32 %	+	14.82 %
USA	S&P 500	+	10.22 %	+	10.71 %
Japan	Nikkei	+	6.60 %	+	7.25 %
India	Sensex	+	18.08 %	+	18.60 %
China	Enterprise Index	+	11.85 %	+	12.26 %
Bloomberg Effas Franken/Euro Obligationen Index (5-7 Jahre Laufzeit)		+	1.73 %	+	2.18 %
Index ausgewogenes Mandat *		+	6.16 %	+	11.78 %

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

			in CHF		in Euro
Schweiz	SMI	-	19.12 %	+	11.11 %
Deutschland	DAX Xetra	-	30.92 %	-	5.10 %
Frankreich	CAC 40	-	52.47 %	-	34.71 %
Grossbritannien	FT-SE 100	-	39.77 %	-	17.26 %
Schweden	OMX Stockholm 30	-	17.55 %	+	13.27 %
Europa	STOXX 50	-	56.04 %	-	39.61 %
USA	S&P 500	-	22.35 %	+	6.67 %
Japan	Nikkei	-	28.13 %	-	1.27 %
India	Sensex	-	44.47 %	-	23.72 %
China	Enterprise Index	-	41.87 %	-	21.83 %
Bloomberg Effas Franken/Euro Obligationen Index (5-7 Jahre Laufzeit)		+	27.28 %	+	34.15 %
Index ausgewogenes Mandat *		-	2.44 %	+	13.37 %

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

50% Morgan Stanley Welt Aktien-Index

Die Logik ausgehebelt

Warum die Börsen so manches ignorieren

Erfolgreich in Wertschriften zu investieren ist nicht so einfach, wie dies am Stammtisch oft kolportiert wird. Die Globalisierung, Währungsverwerfungen, staatliche Manipulationen, Zentralbank-Interventionen, die verunglückten Staaten von Europa und eine fast nimmer endende Palette von neuen Einflussgrößen haben das Anlagegeschehen in letzter Zeit derart markant geprägt und umgestaltet, dass konventionelle Beurteilungen nicht mehr viel taugen. Wir unternehmen manch einen Firmenbesuch und sprechen da und dort mit den Managements von Unternehmen, in denen wir investiert sind oder deren Beteiligungspapiere wir zu kaufen in Betracht ziehen. Dies stellt nachhaltige Analysearbeit dar und wird auch in Zukunft ein wichtiger Teil unserer Arbeit sein. Gegenwärtig ist all dies jedoch nur bedingt von Nutzen, denn die Anlegerschaft ist heute zu einem sehr beträchtlichen Teil nicht primär in Aktien engagiert, weil man die anstehenden Gewinnaussichten gewisser Unternehmungen als besonders eindrücklich einstuft, sondern weil man gezwungen ist, „etwas“ im Portefeuille zu halten. Wie nachfolgend in diesem Bericht ausgeführt, sind die Erträge auf festverzinslichen Anlagen (Obligationen) heute gänzlich unattraktiv. Man ist sich bewusst, dass kein Realertrag erzielbar ist und wir den Kopf sehr weit aus dem Fenster strecken mit langfristigen Engagements, die mit einer Eins vor dem Komma (oder auch beträchtlich weniger als das) daherkommen. Wirklich bedauerenswert sind die Pensionskassen, von denen erwartet wird, dass sie die in Aussicht gestellten Renten bedienen, gleichzeitig aber Anlagen tätigen müssen, die kaum die Verwaltungsgebühr decken. *Anlagenotstand* beschreibt den heutigen Zustand vielleicht am besten. Manch eine Aktie wird nicht etwa gekauft, weil die Analyse eine Unterbewertung ergibt, sondern weil die Anlegerschaft quasi gezwungen ist, in eben diesem Sektor zu investieren. Vor allem für Investoren, denen der Erhalt der Kaufkraft als vorderstes Ziel gilt, ist es kaum mehr möglich eine Anlagepolitik zu implementieren,

welche effektiv die eigene Einschätzung der makroökonomischen Aussichten widerspiegelt. Falls man nicht an einen „Benchmark“ gebunden ist, wird es nachgerade höchst riskant, in Obligationen zu investieren, deren Renditen mikroskopische Dimensionen erreicht haben. Festgeldanlagen gar, welche früher zu Zeiten der Unsicherheit als idealer Hort des Geld-Parkens dienten, sind gänzlich aus dem Anlagespektrum verschwunden und sind seit geraumer Zeit im Nullzins-Bereich angesiedelt. Beste Staatsschuldner wie die Schweiz oder Deutschland borgen heute zweijähriges Geld zu Negativrenditen. Der Markt vertraut diesen Ländern Geld an, welche bei Fälligkeit garantiert weniger zurückzahlen als sie erhalten haben. Vielleicht ist es klug, sein gutes Geld einem verlässlichen Schuldner auf dieser Basis anzuvertrauen. Blumen erhielten wir jedoch kaum von Ihnen für eine solche Investition, auch wenn sie noch so konservativ daherkommen mag. Und so sind im vergangenen Jahr quasi aus dem falschen Grund sehr bedeutende Mittel in die westlichen Aktienmärkte geflossen. Vor allem zu Beginn des Jahres 2012 waren die gross-kapitalisierten Blue Chips mit verlässlicher Dividendenausschüttung stark nachgefragt. Nicht primär aufgrund besonders rosiger Wachstumsaussichten, sondern aus Not, aus der Zwangssituation heraus Alternativen zu finden für nachhaltige Einkommensflüsse, welche im festverzinslichen Markt ganz einfach vom Erdboden verschwunden sind. Wir haben hier schon einmal ausgeführt, dass sehr viel schief laufen muss, bis der Gesamtertrag einer Nestlé Aktie über zehn Jahre tiefer zu liegen käme als jene einer Schweizer Regierungsanleihe über selbige Frist. Was jedoch heute im Zuge der bestehenden Obligationen-Blase – und mit einer Blase haben wir es zweifellos zu tun – nicht beachtet wird, ist das gewaltige Kursverlustpotential, welches diese minimal rentierenden Qualitätsobligationen heute in sich bergen! Nehmen wir einmal an, dass sich die Rendite einer zehnjährigen Obligation der Schweizerischen Eidgenossenschaft wieder einem halbwegs nachvollziehbaren Niveau annähert. Seien wir nicht allzu pessimistisch und nehmen wir mal an, dass dieses Papier in nicht allzu ferner Zukunft 2% p.a. rentieren wird, was letztmals im Mai 2011, also vor lediglich 1 ½ Jahren der Fall gewesen ist. Aus historischer

Sicht wäre dies immer noch ein extrem tiefes Niveau. Nun, die Kursentwicklung dieser Anlage würde in einem eklatanten Verlust von 14% resultieren, indem das Preisniveau dieser Obligation von gegenwärtig 115% auf 99% fallen müsste. Dies unter der Annahme, dass es erneut 18 Monate dauert, um auf das Renditeniveau vom Mai 2011 zurückzukehren. Die Frage sei deshalb berechtigt, ob es das Risiko wert ist, eine Anlage zu halten, welche 0.4% Rendite abwirft und gleichzeitig ein derart markantes Kursrisiko in sich birgt. Gut, wir geben es ja zu. Theoretisch ist es immerhin möglich, dass der freie Markt der Eidgenossenschaft nächstens zehnjähriges Geld zu null Prozent Zinskosten nachwirft. Doch sehr wahrscheinlich ist dies nicht wirklich.

Der Anfang vom Ende

Das Investment Banking wird von der Realität eingeholt

Man erinnert sich nur allzu gut. Vor nicht sehr langer Zeit wurde uns, der Welt und allen, die es hören wollten, immer und immer wieder eingetrichtert, dass die Investmentbanking-Abteilungen der Grossbanken absolut notwendige und unabdingbare Dienstleistungen erbringen. Notwendig nicht etwa für die Rentabilität der Bank, sagte man uns, sondern für Sie, liebe Leserinnen und Leser. Für Sie als Kunde und Aktionär der Bank, für alle institutionellen Anleger dieser Welt und nicht zuletzt zum Wohle der Funktionstüchtigkeit der internationalen Finanzmärkte.

Wie Sie wissen, standen wir dieser These seit geraumer Zeit kritisch gegenüber und haben - nicht eben zur Freude aller Leser unserer Zeilen - regelmässig Kritik geübt an den megalomanen Geschäftsmodellen der Grossbanken, welche seit Jahren eigentlich ausschliesslich auf den Reibach des Investment Bankings ausgerichtet gewesen sind.

Und nun, liebe Leserinnen und Leser, und nun kommt doch vielleicht tatsächlich die Wende, auch wenn Sie dies vielleicht nicht glauben werden. Die Wende hat eingesetzt. Noch mit zahmen Signalen, doch immerhin vernehmbar. Es wird heute in den Mahagoni-Gängen der Grossbanken realisiert, dass ein Paradigma-Wechsel vor uns steht und dass man handeln muss bevor die Kosten aus dem Ruder laufen und die Armeen von Investmentbankern, die global beschäftigt werden, mehr kosten als sie einbringen. UBS hat vor zwei Monaten die Reissleine gezogen und entschieden, dass man sich vom (sporadisch) profitabelsten Zweig des Investmentbankings trennen will. Der „Fixed Income“ Bereich soll aufgegeben werden. Die Parade-Abteilung, die in der Vergangenheit Milliarden in die Kassen der Bank gespült und unzählige Banker binnen kürzester Zeit steinreich gemacht hat, soll dicht gemacht werden. Das muss unglaublich schmerzhaft sein. Doch zwischenzeitlich fehlt ganz einfach das beträchtliche Kapital, das tägliche Blut, welches die Investmentbanking-Abteilungen benötigen, um ihre in riesigen Dimensionen strukturierten Geschäfte ausführen zu können. Wir denken, dass die Zeit der definitiven Reorientierung der Bankenwelt angebrochen ist und wir uns nun im Anfangsstadium einer Rückkehr zu einer „Neuorientierung“ des Finanzwesens befinden, wie wir sie aus den Achtzigerjahren kennen. Aber Achtung! Natürlich gibt es sehr beträchtliche Interessenskonflikte auf den Kaderetagen der Globalbanken dieser Welt, wo sich die Neuankömmlinge natürlich fragen, warum sie denn die ersten sein sollten in fünfundzwanzig Jahren, die im Investment Banking nicht binnen kürzester Zeit Multi-Millionäre werden sollten. Warum sollten ihre Chefs nun vorzeitig, quasi aufgrund unermesslichen Reichtums, in den Ruhestand treten, während die Zurückgebliebenen bis zum Erreichen des Pensionsalters mit einem äusserst dürftig erscheinenden Angestelltenlohn darben müssten. Das konnte doch nicht Teil des Plans sein!

Aber es wird leider so kommen. Bei der UBS wurde die Wende schon eingeläutet und wir wagen die Voraussage, dass nun weitere Banken Ähnliches entscheiden könnten und das Investment-Banking, wie wir es bislang kannten, in bedeutendem Mass redimensioniert wird.

Redimensioniert werden *muss*! Das Tabu wurde nun gebrochen und indem sich die UBS aus dem grössten und bislang (zuweilen) profitabelsten Geschäft des Investment Bankings zurückzieht, werden nicht nur etwa zwanzig Prozent der Belegschaft eliminiert, sondern man deklariert de facto auch offen, dass eine bislang von dieser Industrie vertretene und aktiv propagierte Meinung gänzlich falsch sei. Dass eine Bank nämlich abhängig sei von diesem Geschäft und – von noch grösserer Relevanz – das Investment Banking eine absolut notwendige Dienstleistung zum Wohle des Wealth Managements der Bank darstelle. Der erste Baum in einer anstehenden Fällaktion ist nun gefallen. Doch die Kreissägen werden nun immer unüberhörbarer gestartet werden.

Verstehen Sie uns nicht falsch. Was UBS hier eingeläutet hat, bedeutet nicht das Ende des Investment Bankings. Es bedeutet jedoch den Anfang des Endes dessen, dass riesige Kommerzbanken ihr angestammtes Geschäft über Bord schmeissen, ihre gesellschaftspolitischen Aufgaben ignorieren und sich mehrheitlich eigenem Kurzfristgebahren widmen. Dazu fehlen heute das Kapital, die politischen Voraussetzungen und nicht zuletzt das Verständnis der Öffentlichkeit. Letzterer Aspekt wird kaum den Grund dafür dargestellt haben, dass sich die UBS einer drastischen Schlankheitskur unterzogen hat, doch manchmal haben althergebrachte, in wenigen Worten zur Kenntnis gebrachte Weisheiten halt doch noch ihre Daseinsberechtigung: Hochmut kommt vor dem Fall.

Hinfort werden wir in der Bankenwelt manch eine Reorganisation erleben. Selbstfindung eben. Redimensionierungen, Entlassungen, Management-Buy-Outs, die Kreierung neuer Investment- Banking-Boutiquen, und langsam aber sicher wird sich – so hoffen wir wenigstens – die Bankenwelt wieder in normalen Bahnen bewegen, die einerseits Sinn machen und andererseits auch nicht befähigt sind, unser ganzes System ins Wanken zu bringen. Die Kapital-Dampfwalze hat keinen Treibstoff mehr. Wir haben die UBS oft kritisiert in diesen Zeilen, doch heute ist die Zeit gekommen, ihr ein Kompliment dafür zu machen, dass man sich durchgerungen hat, die Zeichen der Zeit zu erkennen und pro-aktiv zu handeln. Viele Menschen

werden hier ihre Anstellung verlieren. Einige zu Recht, zahlreiche andere jedoch auch unverschuldet. Wir werden nun hoffentlich weitere ähnliche Restrukturierungen erleben. Das Bedenkliche dabei ist aber, dass zahlreiche Arbeitsplätze verschwinden werden. Vielleicht hat so mancher UBS Mitarbeiter Glück, dass seine Bank als erstes Grossinstitut die Zeichen der Zeit erkannt und akzeptiert hat. Denn die Neuausrichtung der Bankenlandschaft nach dem Platzen des Kreditbooms hat eben erst begonnen.

Endlich ein Umdenken

Auferstehung der Bankaktien?

Als Konsequenz unserer obigen Ausführungen müssen wir als Anleger überlegen, ob es an der Zeit sein könnte, hinsichtlich des Bankensektors über die Bücher zu gehen. Falls unsere Hoffnungen sich verwirklichen sollten, bedeutet dies logischerweise, dass unsere so lange gehegten Bedenken und Kritiken mindestens teilweise obsolet werden könnten. Banken würden wieder zu Banken. Es würden nicht mehr Abermilliarden an Quartalsgewinnen – oder wie so oft auch in den vergangenen Jahren – Abermilliarden an Verlusten ausgewiesen werden. Und es bestünde die Hoffnung, dass sich in diesem Sektor wieder ein verlässliches Geschäftsmodell entwickelt. Nachhaltigkeit ist der Kern der Anlagephilosophie, und dieses Attribut trifft in der Tat auf das traditionelle Banking zu. Was so oft als übertriebenes „Banken Bashing“ unsererseits tituliert wurde, könnte nun – so hoffen wir jedenfalls – einer etwas mildereren Beurteilungsweise Platz machen. Mit Betonung auf *könnte*. Es sind jedoch noch „early days“ heute. Man kann noch nicht wirklich objektiv absehen, ob sich der angesprochene Paradigmenwechsel verbreitet vollziehen wird. Aus den USA kamen keine Rauchsignale, dass da ähnlich verfahren werden könnte wie bei UBS. Doch Zeichen sind nun gesetzt. Zynischerweise könnte nun manch eine Bankaktie zulegen, sobald Hiobsbotschaften von Abteilungs-schliessungen, gewaltigen Entlassungen und Abschreibern publiziert

werden. Die Börse schaut voraus, denn Kursbewertungen nehmen Veränderungen sehr früh vorweg.

Ihr Portefeuille wird aller Voraussicht nach nicht gleich mit Banktiteln arrondiert, doch immerhin wagen wir die Voraussage, dass sich unsere diesbezügliche Abstinenz nach vielen Jahren der Bankaktien-Diät leicht ändern könnte. Wir hatten nie eine vorgefasste Meinung hinsichtlich Anlagen im Finanzsektor. Unsere Skepsis war – so denken wir – immer berechtigt und fundiert gewesen – doch nun scheint sich da und dort ein fundamentales Umdenken anzubahnen. Ein durchaus erfreulicher Aspekt! Doch loben wir den Tag nicht vor dem Abend. Der Strategiewechsel der UBS ist erst ein winziger Keim im Garten der Bankenwelt.

Die Enteignung der Bürger

Die schleichende Monetisierung der Schulden

Wie steht es eigentlich um die Wirtschaftsaussichten in den USA? Schwächt sich die Wachstumsmaschine China ab? Entwickelt sich in Europa als Folge der Schuldenkrise eine Konjunkturdelle? – All dies sind kardinale Fragen, die eigentlich unsere Beurteilung der Aussichten für das neue Anlagejahr sehr massgeblich beeinflussen sollten.

Unsere Sorgen drehen sich jedoch nicht primär um fundamentale wirtschaftliche Aspekte, sondern um etwas ganz anderes. Wir befürchten, dass sich das soziale Umfeld in potentiell gefährliche Gefilde bewegt. In einem vorangegangenen „Standpunkt“ haben wir uns schon bezüglich der durchaus überfälligen Austeritätsmassnahmen diverser überschuldeter Nationen geäussert. Der Missmut der Bevölkerung über die unangenehmen Folgen solcher einschneidenden Massnahmen ist unübersehbar. Es entspricht der Natur des Menschen, dass man ein Gewohnheitsrecht – und sei es noch so ungerechtfertigt – kaum mehr aufzugeben bereit ist. Doch wenn die Schatullen der Almosen leer sind, hat der Staat ganz einfach keine Wahl mehr. Einschneidende Sparmassnahmen werden

unabwendbar. Und diese sind schmerzhaft. Sehr schmerzhaft. Südeuropa exerziert uns heute vor, welches Leiden die überfällige Austerität Millionen von Bürgern abverlangt. Es ist unübersehbar, dass die untere Bevölkerungsschicht langsam aber sicher an die Grenzen des Ertragbaren gelangt, indem nicht nur Renten und Saläre gekürzt, Privilegien gestrichen und Pensionierungsalter erhöht werden, sondern unzählige Arbeitsplätze durch Rationalisierungsmassnahmen verloren gehen. Sicherlich sind die Beamtenstäbe in vielen Ländern allzu gross. Sicher macht es aus demographischer Sicht Sinn, die Menschen später in Pension zu schicken als früher. Die Lebenserwartung ist ja erfreulicherweise überall in Europa gestiegen. Doch wenn die Eltern arbeitslos werden, die volljährigen Kinder keine Chance auf Anstellung haben und drei Generation von der kärglichen Rente der Grosseltern leben müssen, dann wird die soziale Lage unhaltbar. In Griechenland, Portugal, Spanien und langsam aber sicher auch in Italien und Frankreich zeichnet sich genau dies ab. Die Bevölkerung hat nunmehr schon sehr lange ausgeharrt in einer immer unangenehmer werdenden Krise, doch nun erreichen wir langsam eine fast unhaltbare Situation. Allzu viele Menschen leben heute in Not. Wir befürchten deshalb beträchtliche soziale Unruhen, was sich selbstverständlich nicht positiv auswirken kann auf den allgemeinen Konsens und das Anlageumfeld.

Was uns jedoch noch mehr Sorge bereitet, ist der Umstand, dass die Bürger heute schleichend enteignet werden. Ja, die Einkommens- und Mehrwertsteuer-Belastung steigt, Reichensteuern werden populär und immer neue Abgaben werden erfunden mit scheinbar endloser Fantasie der Behörden. Ein Umwelt-Rappen da, ein Lärmbatzen dort. Alles im Interesse der Allgemeinheit. Doch wir sind nicht deswegen besorgt. Vielmehr erleben wir mit steigender Besorgnis, dass die Sparsubstanz der Bürger aufgefressen wird durch negative Realzinsen.

Im Euro-Raum sind die Realzinsen zehnjähriger Anlagen – das heisst, die Renditen abzüglich Inflation – seit etwa Herbst 2011 zum ersten Mal seit sehr langer Zeit in negatives Territorium abgerutscht. Bei den Kurzfristanlagen besteht dieser Zustand nun schon seit sieben Quartalen in Folge.

Was nichts anderes heisst, als dass das Sparen bestraft wird. Man denkt immer, dass Kaufkraftverlust mit hoher Inflation einhergeht. Das ist leider falsch. Wenn die Inflation wie heute zwei bis drei Prozent beträgt, die verfügbaren Zinsen für Anleger jedoch einen Bruchteil von einem einzigen Prozentpunkt betragen (gar nicht zu reden von den Bankspesen und der Steuerbelastung), dann schmilzt die Kaufkraft des Ersparten wie Schnee an der Sonne. Heute hilft es nicht, langfristige Obligationen zu kaufen, um die Rendite zu optimieren. Eine Anlage bei der Schweizerischen Eidgenossenschaft bringt gerade mal 0.4% Ertrag pro Jahr. Selbige Investition bei der Bundesrepublik Deutschland ergibt mickrige 1,3%. Kaufkraftverlust ist geradezu garantiert und am schlimmsten steht es für die konventionellen Sparer, die auf Sparheften wirklich nicht mehr als einen symbolischen Zinsbatzen erhalten und selbst bei fünfjährigem Engagement nur ein halbes Prozent pro Jahr herauschaut.

Was heisst das alles? – Nun, es ist dies nichts anderes als finanzielle Unterdrückung des Bürgers! Nichts Neues in der Geschichte. Aber es bedeutet ganz eindeutig eine heimliche, schleichende Enteignung, welche zu Lasten der Sparer und Rentner vonstatten geht. Und um das ganze noch zu potenzieren, führen die Regierungen klammheimlich Zwangsregulierungen ein.

Beispiele gefällig? Frankreich hat dem staatlichen Solidaritäts- und Rentenfonds auferlegt, dass die Gelder nicht mehr langfristig veranlagt werden können, sondern dass zum Wohle und der Sicherheit der Bürger in kurzfristige Staatspapiere angelegt werden müsse. Irland hat die staatliche Pensionskasse kurzerhand für die Finanzierung maroder Banken verwendet und gar den privatwirtschaftlichen Altersvorsorgeeinrichtungen eine Steuer von einem halben Prozent aufgedonnert. Die Portugiesen plünderten die Renteneinrichtung der staatlichen Telekom und heimsten buchhalterisch drei Milliarden Euro Sondergewinne ein. Die Ungarn fanden das eine blendende Idee und verordneten allen privat versicherten Bürgern, dass ihr Alterssparkapital ins staatliche Rentensystem eingespeist werden muss. All dies hilft. Nicht etwa dem Bürger. Aber dem Staat schon. Der Raubzug brachte Ungarn den Gegenwert von sage und schreibe

10% des Bruttoinland-Produkts ein! Und da sagt man dann, dass die Sanierung der wackligen Staatshaushalte erfreulich vonstatten ginge. All dies erinnert an die Massnahmen des Wackelstaats Argentinien, welcher vor nicht allzu langer Zeit die Fremdwährungsanlagen aller Pensionskassen kurzerhand beschlagnahmt hat. Wir könnten uns sogar vorstellen, dass sich die Geschichte wiederholt und der private Besitz von Gold verboten wird, um jegliche Flucht aus dem Papiergeld zu verhindern. Und wenn man glaubt, dass dies wohl zuviel des Ungemachs sein könnte, dann erinnere man sich doch bitteschön daran, dass die USA den privaten Besitz von Gold zwischen 1933 und 1974 verboten hatten. Man sollte sich Voltaires Zitat zu Herzen nehmen, das da besagte, dass es höchst gefährlich sei, richtig zu liegen, wenn die Regierung falsch liegt!

Es ist an der Zeit aufzuwachen und der Realität ins Auge zu blicken. Die überbordenden und nicht zu bändigenden Staatsschulden werden nun ganz klar monetisiert. Die andauernde Nullzins-Politik und die in gigantischem Tempo laufenden Notenpressen kreieren absolut beängstigende Mengen an Neugeld. Dieses ist bislang aufgrund zurückhaltender Kreditvergabe seitens der Banken und beschränkter Investitionstätigkeit zwar zu einem bedeutenden Teil noch nicht in den Kreislauf gelangt. Glücklicherweise, kann man sagen. Doch all dieses Geld aus dem Nichts, das durch das wundersame Experiment des vielgepriesenen „Quantitative Easing“ hervorgesprudelt ist, wird unserer Einschätzung nach nicht mehr abzuschöpfen sein und bedroht uns fast sicher mit anstehender Inflation. Was ganz den Absichten aller arg verschuldeten Staaten entspricht. Es stimmt doch nachdenklich, dass die Staatengemeinschaft heute immer und immer wieder vermerkt, dass „ein bisschen Inflation“ durchaus erwünscht sei. Mit andern Worten ist Preisstabilität überhaupt nicht mehr gefragt, obwohl genau dies immer die wichtigste Zielsetzung der Zentralbanken gewesen ist.

Dieses ganze Amalgam ist brandgefährlich. Soziale Unruhen könnten die verschuldeten Staaten dazu zwingen, eine noch aggressivere Geldexpansion zu fahren. Mit dem Resultat, dass das Teuerungspotenzial noch mehr angeheizt würde und – behüte Gott - die Realzinsen noch tiefer fallen

als sie es heute schon sind. Kein gutes Rezept für Wachstum und soziale Stabilität.

Trickkiste 77

Wie die Zentralbanken die Notenpresse neutralisieren

Wenn man von einem neuen *Ei des Kolumbus* hört, sollte man immer in mentale Deckung gehen. Doch Mitarbeiter des Internationalen Währungsfonds mit den Namen Jaromir Benes und Michael Kumhof haben scheinbar das veritable Ei des berühmten Entdeckers gefunden. Und sie haben sich dabei der Ideen berühmter Ökonomen aus den Dreissigerjahren bedient, welche damals schon scheinbar unfehlbare Theorien zur schadlosen Reform des monetären Systems gefunden hatten.

Holen wir ein wenig aus: Die grossen Zentralbanken dieser Welt haben zwischenzeitlich Billionen an Staatsanleihen aufgekauft, um die Zinsen künstlich auf gänzlich unrealistisch tiefe Niveaus zu drücken. Dies mit der dezidierten Absicht, dem Immobilienmarkt (USA) zur Auferstehung zu verhelfen und anderswo der Wirtschaft Wachstumsimpulse zu verschaffen. Das Ziel wurde erreicht. Die Zinsen der Hauptwährungen oszillieren allesamt um Null und die mittel- bis langfristigen Renditen der Staatsanleihen haben fast surreal anmutende Tiefststände erreicht. Das Problem ist nur, dass die Banken trotz vorherrschender Geldschwemme nicht bereit sind, jenen Geld auszuleihen, die es dringend brauchen. Was eigentlich ein altbewährtes Rezept der Banker dieser Welt darstellt, jedoch ganz und gar nicht den Intentionen unserer Währungshüter entspricht. Unsummen liegen heute im Finanzsystem brach und schaffen es nicht, in den Umlauf zu gelangen. Doch was bleibt, ist der grotesk angestiegene Bestand an Staatsanleihen in den Büchern einiger Zentralbanken; allen voran jener der USA, Grossbritanniens und Japans. Die eingangs erwähnten IMF-Herren haben nun eine glorreiche Idee portiert, wie diesem Problem mittels eines

genialen buchhalterischen Tricks der Garaus gemacht werden könnte. Das Ideen-Ei des Kolumbus eben:

Man erörtert heute tatsächlich, ob es denn Sinn mache, dass beispielsweise das U.S. Treasury (die amerikanische Zentralbank also) Aberbillionen an Staatsobligationen des eigenen Landes als Guthaben in den Büchern halte und der Staat gleichzeitig die identische Summe an Schulden ausweise. Man zahle hier doch quasi Schuldzinsen an sich selbst. Folglich wäre es doch ein Geniestreich, Guthaben und Schuld gleichzeitig zu streichen. (!)

Stellen wir uns mal kurz vor, was dies effektiv bedeuten würde: Der Staat könnte beispielsweise die marode Infrastruktur des Landes mittels Ausgabe von neuen Staatsobligationen finanzieren. Die eigene Zentralbank kauft diese Papiere sogleich im Markt auf und druckt die nötigen Billionen an Neugeld. Und dann annulliert die Zentralbank ihre Forderung an den Staat und letzterer streicht seine eben kreierten Obligationen. Die Infrastruktur ist gratis finanziert. Voilà. Tönt ja wirklich gut. Das Problem ist nur, dass die entsprechenden Billionen an Neugeld nun im Umlauf sind und den absolut klassischen Fall der Monetisierung von Staatsschulden darstellen. Die hier beschriebene Trickkiste 77 muss also im Tandem verstanden werden mit unseren Gedanken, welche vorgehend unter den „Enteignungs-Gedanken“ ausgeführt wurden. Seien wir auf der Hut! Die Staatsbehörden wollen den Geldwert erodieren, koste es, was es wolle. Wie schon erwähnt, liest man plötzlich überall, dass „ein bisschen Inflation“ durchaus erwünscht und sogar gesund sei für die Wirtschaft. Im Moment sieht man noch in wenigen Ländern Anzeichen von Teuerungsraten, die alarmierend scheinen. Etwa 2.5% in den USA, um die 4% in Grossbritannien. Die publizierten Inflationszahlen kommen durchaus „normal“ daher. Man hatte auch schon Raten von sechs, sieben oder acht Prozent erlebt. Stimmt. Und gar mehr in den Siebzigerjahren. Zum Beispiel über zehn (!) Prozent in Amerika zwischen 1979 und 1981. Und Obligationen rentierten 14%... Doch wenn bestandene Ökonomen des Internationalen Währungsfonds allen Ernstes vorschlagen, dass innerstaatlich ein Guthaben und eine Forderung doch ganz einfach gestrichen und

vergessen werden können, dann sträubt sich das Haar jener unter uns, deren Erscheinungsbild dies noch ermöglicht, in nicht unerheblichem Masse. Sehen wir uns vor, wenn die Währungsbehörden uns ganz lieb, nett und unschuldig vorquasseln, dass man Staatsschulden da und dort ganz einfach wegbuchhalten könne, dass es normal sei, dass die eigene Staatsbank ein Viertel der eigenen Schulden besitze (U.K.) und diese mit der Notenpresse finanziert sind, dass 1.3% Zins für einen zehnjährigen Kredit an Uncle Sam marktgerecht sei und der neue Premierminister Japans seine Zentralbank zwingen will, staatliche Wirtschaftsstimulierung gänzlich über die Notenpresse zu finanzieren. Wir haben es hier nicht mit einem vorübergehenden Phänomen zu tun, sondern mit einem international koordinierten Vorgehen, das ein einziges Ziel hat: Die Aushöhlung und Entwertung des Papiergeldes nämlich. Es würde uns nicht einmal erstaunen, wenn Amerika & Co. erneut Restriktionen einführen hinsichtlich dem privaten Besitz von physischem Gold. Diesem widerborstigen Relikt, das nicht willkürlich vermehrt werden kann. Es sei denn, die Alchemisten schafften einen Durchbruch.

Plus ça change

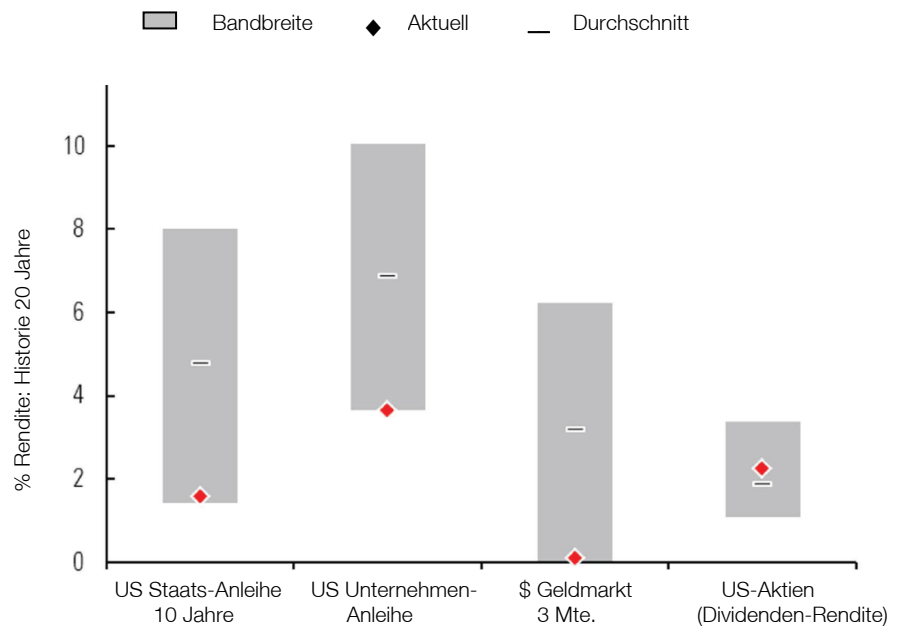
Die Umstände diktieren die Anlagepolitik

Europas Wirtschaftsmotor stottert, jener Japans hinkt hinterher und Amerika rappelt sich wieder mal entgegen den Gesetzen der Gravitation wacker hoch. Nur China und Asien – mit dem deflationsgeplagten Japan als Spezialfall - wachsen zufriedenstellend. Leider vergessen viele Afrika. Das durchschnittliche Wirtschaftswachstum beläuft sich hier nun seit 15 Jahren auf 5%. Doch keiner schaut hin. Fast keiner jedenfalls (auf Anfrage äussern wir uns gerne hiezu. Der Konsumsektor bietet hier sehr aussichtsreiche Anlagemöglichkeiten).

Bislang hat sich der vorliegende „Standpunkt“ mehrheitlich mit einem ganz bestimmten Themenbereich auseinandergesetzt: Jenem der Nullzinspolitik

und der Monetisierung der Schulden. Wir haben auch darauf hingewiesen, dass heute eine Art Anlagezwang besteht, indem der Aktien-Sektor bewertungsmässig in der relativen Betrachtungsweise am besten abschneidet. Die nachfolgende Grafik illustriert dies recht deutlich. Die schwarzen Punkte melden Ihnen, wo wir uns heute in der entsprechenden Anlageklasse befinden. Letztere sind als horizontale Balken dargestellt – begrenzt durch die historisch erlebten Höchst- und Tiefstbewertungen. Das Verdikt ist klar. Die Anlageklasse der festverzinslichen Werte befindet sich heute auf extrem unattraktiven Niveaus. Die Ausnahme bilden die Aktien, welche unter empirischem Gesichtspunkt nicht billig, aber weit von einer überteuerten Bewertung entfernt sind.

Aktien sind immer noch günstig bewertet – speziell im Vergleich zu Anleihen



Quelle: I/B/E/S, Datastream, Bloomberg, HSBC Private Bank per 4. Oktober 2012

Die Verschuldungsproblematik des Westens ist hinlänglich bekannt. Gleiches gilt bezüglich der fundamentalen Falschrichtung der Vereinigten Staaten Europas, die mit einer unlösbaren Pattsituation konfrontiert sind. Ein Cricket-Team kann auch nicht in eine Fussballmannschaft integriert werden und die Voraussetzungen innerhalb der EU sind genau so gegensätzlich wie in diesem obskuren Vergleich in der Welt des Sports. Deutschland wird sicher nicht in eine Nord-EU ausscheren wollen. Lieber hält sie die schwachen Mitgliedstaaten mit erheblicher Subvention am Leben, als dass der wundersame Vorteil der Gemeinschaftswährung aufgegeben wird. Dieser hat den Deutschen im Laufe des vergangenen Jahrzehnts einen gigantischen Konkurrenzvorteil verschafft, den man nicht leichtfertig weggibt. Die deutschen Löhne sind heute mindestens 30% zu tief.

Doch wir möchten nicht abschweifen. Die erwähnten Globalprobleme harren der Lösung. Wir haben bezüglich der Schuldenproblematik klar Stellung genommen. Wir sehen die Monetisierung als vorgegebenen Plan der Politik. Diese ist ein integraler Teil des vielbesungenen *Quantitativen Easing (QE)* – Vater der Nullzins Politik. Wenn wir recht haben mit dieser Befürchtung, dann heisst dies klar, dass wir uns heute in einer *Obligationen-Bubble* befinden und diese Anlageklasse erhebliches Risiko in sich birgt. Defensive Kurzfristanlagen sind Geldzerstörer – erbringen diese doch eine garantierte Negativ-Rendite. Und ein riskantes Engagement in der wackligen Bankenwelt dazu. Was bleibt sind Firmenbeteiligungen. Aktien eben. Und wenn man sich heute in der Welt umsieht, dann kommt man nicht umhin zur Konklusion zu gelangen, dass manch eine nachhaltig geführte Gesellschaft bedeutend vorteilhafter daherkommt als jeder Staat. Vorbei sind die Zeiten, als unser Geld am sichersten bei manch einer Staatskasse unterkommen konnte. Nicht, dass man ein pauschales Negativ-Urteil hinsichtlich aller Länder fassen müsste, doch der Kreis der verlässlichen Staatsschuldner ist extrem klein geworden. Und noch schlimmer: wir werden mit solchen Anlagen kaufkraftmässig enteignet.

Unser Aktien-Engagement ist also bis auf weiteres höher, als dies aufgrund des erwarteten Wirtschaftswachstums zwingend wäre. Wir setzen dabei

sehr stark auf bestandene Geschäftsmodelle, solide Finanzierung, nachhaltige Dividenden-Politik und diverse weitere Eckdaten, welche in unsere Entscheidungsfindung einfließen. Im vergangenen Jahr haben wir beträchtliche Mittel in Erhebungsmodelle investiert, welche in bedeutendem Masse dazu beitragen werden, unsere Selektionskriterien zu optimieren.

Im beschränkten Rahmen werden wir unseren Depots auch eine limitierte Anzahl von *Reverse Convertible Bonds* beimischen. Dies mit der Absicht, die Einkommenskomponente Ihrer Anlagen zu verbessern, ohne jedoch ein massgebliches Kursrisiko einzugehen.

Physisches Gold verbleibt weiterhin als prominente Position in unseren Kundendepots. Nicht etwa als Alibi-Posten mit marginaler Gewichtung, sondern als weitaus grösste Einzelposition. Bei Rück- und Lebensversicherungen lohnt es sich nie zu sparen. Wenn wir eines mit Bestimmtheit vorauszusagen wagen, dann ist es die mit an Sicherheit grenzende Wahrscheinlichkeit, dass uns auch das neue Jahr Turbulenzen bescheren wird. Da will man nicht auf dem falschen Fuss erwischt werden. Sondern entspannt in die Zukunft blicken können, indem man den moribunden Staatsschuldnern keinen Cent anvertraut und gänzlich auf die Privatwirtschaft setzt. In guten Zeiten glänzt fast alles. Doch erst wenn es wirklich dunkel wird, kann man die Sterne sehen!

Marcel A. Burgauer

Und zum Schluss noch dies:

Thomas Eigenthaler, Vorsitzender der Deutschen Steuergewerkschaft, sagt :

„Der Deutsche Staat muss werthaltige Daten-CDs (Anm.: mit Schweizer Bankdaten) aufkaufen.

Täte er das nicht, würde er sich der staatlich organisierten Strafvereitelung schuldig machen.“

So weit sind wir. Anstiftung zum Diebstahl ist nicht nur rechtschaffen, sondern eine staatliche Pflicht.

Hehlerei ist gänzlich legal. Sofern es die Obrigkeit tut.

Prosit Neujahr! kann man da nur sagen.