

Unser Standpunkt  
31. Dezember 2014

# Unser Standpunkt, 31. Dezember 2014

7 Bargeld lacht	Warum grössere Kontoguthaben nicht unsinnig sind
9 Cocos	Zu gut um wahr zu sein?
10 Die unendliche Geschichte	Das Leiden des Euro
12 Also rette sich, wer kann	Zeit, sich endgültig zu verabschieden?
14 Sinn oder Unsinn?	Nützt die Nullzinspolitik der Wirtschaft überhaupt?
15 Ein Wort der Erinnerung	Sind die Banken brav geworden?
17 Skepsis links und rechts	Der Trend wird wohl trotz der Bedenken anhalten. Oder gerade deshalb

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 2014 - 29. Dezember 2014		in CHF		in EUR	
Schweiz	SMI	+	10.14%	+	12.11%
Deutschland	DAX Xetra	+	2.10%	+	3.93%
Frankreich	CAC 40	-	1.30%	+	0.51%
Grossbritannien	FTSE 100	+	2.45%	+	4.33%
Schweden	OMX Stockholm 30	+	1.35%	+	3.16%
Europa	STOXX 50	+	0.60%	+	2.45%
USA	S&P 500	+	25.82%	+	28.13%
Japan	Nikkei	+	4.61%	+	6.49%
India	Sensex	+	39.77%	+	42.34%
China	Enterprise Index	+	21.67%	+	23.91%
Morgan Stanley	Welt Aktienindex	+	15.97%	+	18.10%
Bloomberg Effas Franken/Euro Obligationen Index (5-7 Jahre Laufzeit)		+	3.76%	+	11.18%
Index ausgewogenes Mandat*		+	9.87%	+	14.64%

B) über fünf Jahre		in CHF		in Euro	
Schweiz	SMI	+	38.02%	+	70.47%
Deutschland	DAX Xetra	+	34.91%	+	66.63%
Frankreich	CAC 40	-	10.99%	+	9.69%
Grossbritannien	FTSE 100	+	12.54%	+	38.69%
Schweden	OMX Stockholm 30	+	35.67%	+	67.57%
Europa	STOXX 50	-	12.83%	+	7.43%
USA	S&P 500	+	79.11%	+	120.73%
Japan	Nikkei	+	21.65%	+	50.27%
India	Sensex	+	9.45%	+	34.89%
China	Enterprise Index	-	11.67%	+	8.87%
Morgan Stanley	Welt Aktienindex	+	41.59%	+	74.49%
Bloomberg Effas Franken/Euro Obligationen Index (5-7 Jahre Laufzeit)		+	14.58%	+	32.68%
Index ausgewogenes Mandat*		+	28.09%	+	53.59%

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

50% Morgan Stanley Welt Aktienindex

## BARGELD LACHT

Warum grössere Kontoguthaben nicht unsinnig sind

---

Es ist durchaus nachvollziehbar, dass Klienten von Zeit zu Zeit die Frage stellen, warum denn so viel Geld auf dem Kontokorrent der Bank liege. Ertragslos für den Inhaber notabene. Und dabei sogar Verwaltungsgebühren auf dem Guthaben anfallen. Die diesbezügliche Überlegung ist berechtigt und die Antwort darauf die folgende: Liquidität zu halten ist immer die Folge eines Verwaltungsentscheids und nicht das Resultat eines Versehens oder gar eines Fehlers, denn es wurde bewusst beschlossen, gewisse Mittel nicht zur Anlage zu bringen. Das Vorgehen ist also der absichtliche Verzicht darauf, Kontoguthaben einer kurzfristigen Investition zuzuführen. Früher legte man Liquidität in kurzfristigen Festgeldern oder zeitnah fälligen Obligationen an. Heute ist ein solches Vorgehen mit Negativzinsen und zusätzlich anfallenden Spesen verbunden; eine sehr unangenehme Folge der heutigen Nullzins-Politik.

Da wäre jedoch ein weiterer Grund, warum Cash als Entscheidungsvariante gewählt wird. Zum Beispiel als Alternative dazu, das Obligationen-Portefeuille weiter auszubauen. Ein solcher Vermögensverwaltungsentscheid gibt dem brachen Geld den Vorzug vor einer zinsbringenden Anlage. Vielleicht fragen Sie, wie das Sinn machen kann. Ein bisschen Zins sei doch immerhin besser als gar nichts. Die Antwort lautet leider nein. Nehmen wir die Schweizer Regierungsanleihen als Beispiel. Eine zehnjährige Obligation rentiert heute 0.25%, falls Sie das Papier bis Fälligkeit im Jahr 2024 halten. In der Zwischenzeit jedoch werden die Zinsen - so sicher wie das Amen in der Kirche - nicht stehen bleiben. Vielleicht steigt die Rendite in einem halben Jahr wieder dahin, wo diese Ende 2013 stand, auf 1.27% nämlich, was Ihnen binnen sechs Monaten einen Kapitalverlust von ziemlich genau 8.6% beschern würde, was in keinem Verhältnis zum Zinspotential der Obligation steht.

Grössere Kontoguthaben können also durchaus logischen Sinn machen; vor allem in deflationären Zeiten, wenn die Kaufkraft des Barbestandes laufend steigt und andererseits kein Anlagerisiko kreiert wird. Bares auf dem Bankkonto ist jedoch auch nicht gänzlich risikolos und darf nur bei Instituten erster Bonität gehalten werden. Immerhin fährt hier der Gläubiger das Qualitätsrisiko der Hausbank.

Ein ganz klein wenig aufgeschreckt sollten die Bürger Europas auch durch gewisse Äusserungen der Politiker sein. Vor kurzem hat Zypern kurzerhand einen Teil grösserer Kundenguthaben für Sanierungszwecke konfisziert

und Spanien hat im vergangenen Juli angekündigt, dass man eine neue Steuer auf alle Spareinlagen in der Höhe von 0.03% erhebe. Und der IMF (der Internationale Währungsfond) hat im April 2013 über eine einmalige Vermögensabgabe auf alle Vermögen des Privatsektors in der Höhe von sage und schreibe 10% diskutiert. Natürlich nur für den unwahrscheinlichen Fall einer erneuten Bankkrise. Selbst der deutsche Finanzminister hat verlauten lassen, dass bei der nächsten grossen Bankenkrise die Bank-Gläubiger nicht mehr ungeschoren davon kommen könnten. Sprich der Griff in die Sparschatullen der Bürger wäre dann halt notwendig. Alles sauber im Konjunktiv gehalten. Doch schön ausdiskutiert wurde die Eventualität trotzdem.

Bedeutende Barguthaben auf dem Konto können anlagestrategisch also durchaus Sinn machen, so lange man auf der Hut ist hinsichtlich Bonität des Bankinstituts und gleichzeitig auch niemals die langen Finger des Staats ausser Acht lässt. Was sich in der Vergangenheit abgespielt hat, kann sich nämlich durchaus wiederholen. Glauben Sie nie an den albernen Ratschlag, dass "diesmal" alles anders sei.

## COCOS

Zu gut um wahr zu sein?

---

Bestimmt werden auch Sie schon gefesselt worden sein von unglaublich toll erscheinenden Coupons gewisser Obligationen weltweit bekannter Konzerne. Sechs, sieben oder gar acht Prozent Jahreszinsen werden da zuweilen bezahlt, und die Schuldner sind gut bekannte Firmen, meistens Finanzinstitute. „*Warum wird mein Cash denn nicht in solch attraktive Anlagen investiert?*“ werden Sie sich schon gefragt haben. Nun, *Cocos* sind keine tropischen Nüsse, keine verkannten Anlage-Tipps und schon gar keine Schnäppchen. Vielmehr stellen diese „Contingent Liability Convertible Securities“ eine Art Trick-Lösung dar, um die Steuerzahler bei einer zukünftigen Bankenkrise besser zu schützen. Die Politik und die Aufsichtsbehörden haben aus der Bankenkrise des Jahres 2008 einiges dazu gelernt. Neue Regeln wurden eingeführt, nach denen hinfort zuerst Inhabern von Eigenkapital und nachrangigem Fremdkapital Verluste zuzuweisen sind, bevor erneut Steuergelder zur Absicherung der Banken herangezogen werden können. Kaufen Sie eine Coco-Obligation, so ist der Schuldner nicht unbedingt verpflichtet, Ihnen Ihr Kapital zurückzuzahlen. Dies wird sehr oft nicht zur Kenntnis genommen. Fällt beispielsweise das Kernkapital unter die erforderliche Minimalquote, so setzt die Couponszahlung aus und Ihre Obligation wird in Eigenkapital umgetauscht. Ihr Coco ist aufgelöst und Sie werden dann über Nacht zum Aktionär des Instituts, was höchstwahrscheinlich mit einem massiven Wertverlust verbunden ist. Es kann durchaus geschehen, dass die Finanzaufsicht das Eigenkapital der Gesellschaft aus eigener Einschätzung plötzlich als unzureichend einstuft, und schon mutiert die Coco-Anleihe zu Aktienkapital. Ade Ihr schöner Coupon und die Aussicht auf eine Rückzahlung Ihres Kapitals! Ziehen Sie den Kauf einer solchen Anleihe in Betracht, so ist es jedenfalls unerlässlich, dass der Emissionsprospekt ganz genau geprüft und verstanden wird. Eine Coco-Anleihe ist ganz bestimmt kein „Free Lunch“, und der scheinbar hohe Zins ist mit beträchtlichem Risiko verbunden.

# DIE UNENDLICHE GESCHICHTE

## Das Leiden des Euro

---

Vor zweieinhalb Jahren beruhigte Herr Draghi, Chef der Europäischen Zentralbank, alle, die es hören wollten, mit der Zusicherung, dass er alles unternehmen werde, um die Stabilität der Einheitswährung sicherzustellen. Und als er seine verbale Garantie mit den Worten schloss, dass er der Welt versichere, dass man ihm glauben könne, dass eben dies genügen werde, um jedmögliche Eventualität eines Wiederaufflackerns einer Eurokrise zu verhindern, war die Finanzwelt beruhigt, dass hinfert alle Probleme der Einheitswährung aus dem Weg geräumt wären. Ja selbst, dass es künftig kein Bonitätsgefälle mehr gäbe zwischen den Staatsschulden einzelner EU-Mitglieder. Besonders begeistert war die Finanzwelt über die „Quasi-Garantie“ der Europäischen Zentralbank, dass weiterhin in grossem Stile Euroobligationen und andere Schuldverschreibungen aller Art aufgekauft und die Zinsen so nur in eine Richtung tendieren würden: Abwärts. Bislang hat der als „Draghi-Put“ getaufte Auftritt des Zentralbankchefs mit italienischer Herkunft wie eine Festung in der Brandung des Zinsgeschehens gestanden. Die cleveren Hedge Funds und Investment Banker haben sich nicht zweimal bitten lassen und umgehend neue „Carry Trades“ in die Wege geleitet: Man borgte im Bankensystem Gelder mehr oder weniger zum Nulltarif und legte die Mittel in den hoch rentierenden Staatsanleihen der fragilen EU-Länder an. In Griechenland, Portugal, Italien zum Beispiel. Die Überzeugung in der Finanzwelt, dass die Europäische Zentralbank sogar zusätzliche geldpolitische Schritte einleiten werde, war Balsam für die Märkte – obwohl wir im Oktober binnen kürzester Zeit eine happige Korrekturphase der Börsen zu überstehen hatten.

Herr Draghi hat eifrig mit dem Aufkauf von Schuldverschreibungen begonnen. Der europäische Steuerzahler wurde dadurch zum stolzen Miteigentümer von privaten Hypotheken, Konsumkrediten, Auto-Leasing Verträgen und dergleichen, um die Eurozinsen weiter zu senken. Ob es aus wirtschaftlicher Sicht viel bringt, ein Zinsgefüge von „Null-komma-wenig“ auf „Null-komma-fast-nichts“ zu drücken, um die Investitionstätigkeit und Kreditvergabe zu stimulieren, sei als Frage erlaubt. Noch fast mehr als die Zinskosten zu senken, scheint man bestrebt zu sein, den Aussenwert des Euros zu schwächen, was in der Zwischenzeit effektiv gelungen ist - nicht zuletzt aufgrund der Aussicht, dass die Dollarzinsen

nächstes Jahr nach oben drehen könnten und so die Zinsdifferenz zu Gunsten der U.S. Währung anstiege.

Zwischenzeitlich hat die EZB realisiert, dass lediglich der Aufkauf von Schuldverschreibungen wenig bringt. Herr Draghi hat die Öffentlichkeit laufend über anstehende Käufe von Firmenanleihen und – eher wider geltendem statutarischem Recht – auch EU-Staatsanleihen informiert. In Deutschland wehrt sich die Gerichtsbarkeit seit langem gegen ein solches Ansinnen. Das Dossier liegt nun beim Europäischen Gerichtshof, welcher sich ziert, ein Verdikt zu fällen. Aus Deutschlands Wirtschaftskreisen sind trotz aller Skepsis nie offizielle Stimmen verlautet, dass die Europäische Zentralbank etwas Unhaltbares im Schilde führe. Effektiv muss es den Kapitänen der deutschen Flaggschiffe gefallen, dass man es als Primus des Kontinents nicht mehr mit einer ständig sich aufwertenden D-Mark zu tun hat, sondern im selben Währungskübel wie viele der gänzlich konkurrenzunfähigen EU-Mitglieder steckt. Deutschland liebt die „Europäische Einheit“ nicht umsonst. Der Euro ist Gottes Geschenk und man wird in Berlin auch zukünftig grosse Zugeständnisse machen, um den Fortbestand der Einheitswährung zu sichern. Ein Nord- und ein Südeuro wären überhaupt nicht, was Deutschland in den Kram passt, und so muss man eben ab und zu einige Subventionsschecks in den Süden schicken, um auch die schwachen Kameraden bei der Stange zu halten. Ob das auf die Dauer gut gehen kann, steht in den Sternen. Die neuen EU-Mitglieder aus dem Balkan, Rumänien, Bulgarien und bald einmal gar die Ukraine (?) werden professionelle Bittgänger sein. Armer Euro. Glückliches Deutschland. Hoffentlich geht das noch lange gut.

Heute sieht es ganz danach aus, als würde die Europäische Zentralbank dezidiert den Weg eines immer aggressiveren Quantitativen Easing (QE) beschreiten. Die Investment Banker werden sich freuen. Die Hedge Funds auch. Der grosse Spass des QE ist in den USA langsam vorbei, während in Japan das identische Spiel auf Hochtouren läuft. Und nun steht auch noch Europa an mit dieser Manie. Doch dies ist immer noch nicht die ganze Story; Auch Peking kriegt langsam kalte Füsse und hat vor kurzem klar gemacht, dass auch China die Zinsen drücken wolle. Noch liegen diese im Reich der Mitte beträchtlich über Null, doch der Umstand, dass man selbst in Peking das grosse Geschütz bereit stellt, um eine Deflation zu verhindern, ist mehr als eine Randnotiz wert. Die „Stimulierungsgorgie“ der Zentralbanken hat den globalen Finanzmarkt in einen gigantischen globalen Carry-Trade verwandelt, indem Investoren ungeachtet der Preise so lange risikofrei Anleihen kaufen, wie deren Ertrag die minimalen Finanzierungskosten übersteigt. Die Bewertung der gekauften Obligationen ist den Käufern einerlei, solange Geld zum Nulltarif verfügbar bleibt. Sobald die Differenz zwischen Kosten und Zinsertrag schrumpfe, würde man sich



dann schon von diesen spekulativen Engagements trennen. – Lernt man denn nie dazu? Denken all diese Anleger und Käufer von ungeahnten Grössenordnungen wirklich, dass der Ausgang vom Tanzsaal der Spekulation einmal gross genug sein werde für den Ansturm von Verkäufern, die sich alle gleichzeitig von der Party verabschieden wollen? Zwischenzeitlich werden Staatsanleihen in einen frei schwebenden Raum gehoben, ohne dass ein effektiver, wirtschaftlicher Nutzen entsteht. Vielmehr profitieren nur Spekulanten (Hallo Investment Banker), während Sparer in die Sonne schauen und auf ihren Sparkonten null Ertrag erhalten. Doch eben dieses Spiel ist in extremis im Gange. In den USA seit vier Jahren, in Japan seit fast deren zwei und nun wohl auch in Europa. China kommt möglicherweise auch noch dazu. Wir denken nicht, dass die Wirtschaft davon merklich profitieren wird, doch zweifellos wird die Geldschwemme damit aufrecht erhalten - ja vergrössert - was der Börsenwelt auch hinfort nicht zum Nachteil gereichen wird.

## ALSO RETTE SICH, WER KANN?

Zeit, sich endgültig zu verabschieden?

---

Zweimal steht oben ein Fragezeichen! Eigentlich zu recht, denn was in den letzten Jahren geschehen ist in der Welt der Finanzen – vor allem in der Welt der Zentralbanken - ist eigentlich für fundamental denkende Wirtschafts- und Anlageexperten nur mit Mühe nachvollziehbar. Die Finanzwelt tickt seit 2008 anders als früher. Massgeblich anders! Das Quantitative Easing, die Nullzinspolitik als Zielsetzung, ist eine Neuerfindung in den Textbüchern der Ökonomen und Analysten und hat alle früheren Massstäbe auf den Kopf gestellt. Viele bewährte Bewertungskriterien sind obsolet geworden und im Papierkorb der ökonomischen Logik gelandet. Das absolut nötig gewordene Umdenken bereitet uns allen Mühe, indem es erforderlich geworden ist, etablierte Kriterien der Finanzanalyse zu ignorieren. Vor sechs Monaten schrieben wir, dass in der Tat eine Blase entstanden sei. Aber dass diese im Gegensatz zur landläufig geäusserten Meinung in der Finanzpresse nicht im Aktienmarkt, sondern in jenem der Obligationen entstanden sei. Diese Blase ist seither eher grösser geworden und wird wohl noch weiter anwachsen, vornehmlich im Euro-Raum. Wir waren während dem sehr lange

anhaltenden QE der Vereinigten Staaten allzu zurückhaltend hinsichtlich dem Kauf von längerfristigen Dollaranleihen und haben hier Opportunitäten zum Teil verpasst, was wir uns nicht wirklich vorwerfen, sondern zur Erkenntnis führte, dass die mit Brachialgewalt vollzogene Nullzinspolitik das gesamte Finanzgeschehen auf den Kopf gestellt hat.

Wenn wir uns also (wiederum) alle die Frage stellen, ob es Zeit sei, sich von jeglichen Anlagen zu verabschieden, dann muss man sich vorerst sicher darüber sein, ob man sich aus fundamentaler Sicht, z.B. Anstehen einer Rezession oder einer drohenden Zinswende, aus dem Geschehen zurückziehen will. Der Wirtschaftsausblick ist durchzogen. Während die Situation in den USA weitaus am besten aussieht, dümpelt Europa dahin – vor allem auch deshalb, weil die Lokomotive Deutschland ins Stocken geraten ist. In ein paar Jahren wird man dort die Frage stellen, ob sich die heutige Koalitionsregierung nicht mit Geschenken der Umverteilung übernommen hat und vor allem auch, ob es Sinn machte, sich mit Russland anzulegen mittels eines Wirtschaftsboykotts, der dem Westen mindestens so viel schadet wie Putins Reich.

Das südliche Europa kriecht weiterhin lahm daher und auch in der Schweiz zeigen sich Anzeichen der Konsumübermüdung. Es scheint geradezu unmöglich, dass Europa in absehbarer Zeit irgendwelche Zinserhöhungen erleben wird. Gleiches gilt für Japan. Da stimuliert die Zentralbank auf Geheiss der Regierung was das Zeug hält und man hat alles auf die Karte der monetären Expansion gesetzt. Gleichwohl will die Wirtschaft Nippons nicht anspringen. Die asiatischen Märkte sind sehr stark vom Wohlergehen Chinas abhängig, wo weiterhin beneidenswertes Wachstum erzielt wird, jedoch klare Überhitzungserscheinungen bei Infrastruktur und Immobilien bemerkbar geworden sind. China ist primär mit sich selbst beschäftigt und führt ein veritables Eigenleben. Dennoch deutet der Umstand eines Umdenkens hinsichtlich der Zinspolitik klar darauf hin, dass man es heute nicht nur mit einem zyklischen Abschwung zu tun hat, sondern dass sich Peking Sorgen macht über die generelle Preistendenz und den Konsum mit dem Fazit, dass auch in China die Zinsen sinken werden. Die Börse in Shanghai, die über die vergangenen paar Jahre nicht positiv von sich reden machte, wird dies freuen. Es dürfte bald neues, billigeres Geld in diesen Finanzmarkt fließen.

## SINN ODER UNSINN?

Nützt die Nullzinspolitik der Wirtschaft überhaupt?

---

Schon oft haben wir uns in diesen Zeilen hinterfragt diesbezüglich. Billionen von neuem Geld haben die Zentralbanken kreiert, um die Zinsen auf fast Null zu drücken, die Wirtschaft anzukurbeln und die Inflation anzuheizen. Doch funktioniert diese Politik überhaupt? Wir haben grosse Zweifel. Das ultrabillige Geld hat vor allem bewirkt, dass die Kapazitäten dieser Welt unglaublich aufgebauscht wurden. Es kostete ja fast nichts, Kredite aufzunehmen und so haben viele Unternehmen sozusagen auf Halde neue Produktionsstätten in die Landschaft gestellt. Alles ist im Überfluss vorhanden, ob Fabriken, Ölförderanlagen oder Frachtschiffe. Gar nicht zu reden vom Immobilienangebot. Der letzte Bauer hat sich auch noch von den Banken überreden lassen, eine Überbauung auf seine grüne Wiese zu pflastern. Die Finanzierung sei sehr günstig, denn und bald würden die Zinsen wieder ansteigen. Gesagt, getan. Wohnbauten sind auf der ganzen Welt hochgeschossen wie Pilze im feuchten Spätsommer. In China sind Millionen von Wohnungen leer, in Zürich weiss der Markt gar nicht mehr, wer denn all die neuen Bürohäuser beziehen soll (und trotzdem wird eifrig weiter gebaut) und in Amerika wird gierig von billigem Geld Gebrauch gemacht, um Schieferöl auszubeuten. Und was geschieht wohl, wenn überall ein Überangebot herrscht? Sie haben richtig gefolgert, die Preise sinken. Und gleichwohl ist man auf Politebene überall erstaunt und wenig glücklich, dass die Preise sinken (trotz der Kreierung von ach so viel neuem Geld) und dass die überall herbeigebetete Inflation nicht auferstehen will. Die Nullzinspolitik ist unserer Meinung nach schuld daran, dass die deflationären Kräfte heute viel stärker sind als jene der Inflation, und wenn die Manie des Gelddruckens weitergeht – was wahrscheinlich ist – dann werden Herr Draghi & Co. sich nicht wundern müssen, dass die Kapazitäten links und rechts weiter anschwellen und die Preise aller Güter und Dienstleistungen weiter sinken. Es heisst dies Konsumstreik. Morgen ist ja alles billiger als heute. Genau das Gegenteil dessen, was erreicht werden will. Und so bleiben wir dabei, dass die forcierte Nullzinspolitik ein Experiment ersten Grades ist, das wirklich schief laufen könnte.

## EIN WORT DER ERINNERUNG

Sind die Banken brav geworden?

---

Geraume Zeit hat der Verfasser dieser Zeilen nichts mehr verlauten lassen über das Treiben der Grossbanken dieser Welt. Man hätte fast vermuten können, dass diese Megainstitute nun den Weg zur Läuterung gefunden hätten. Doch weit gefehlt. Seit unserem letzten Tadel an die Adresse der Grossbanken wurden neue Vergehen in grossem Stil aufgedeckt. Laufend werden neue Milliardenbussen auferlegt. Die Banken zahlen und versprechen (wie schon so oft), dass nun alles besser werde. Bis zum nächsten Mal. Wie zum Beispiel die Manipulation von Devisenkursen. Das neueste Kapitel der unsäglichen Bankgeschichten. Sofort werden die Riesenbussen ohne Murren bezahlt und mit vorgehend unlauter erwirtschaftetem Geld beglichen. Man entschuldigt sich (wie schon oft), dass leider einige Bankangestellte ihre Kompetenzen überschritten hätten und selbstverständlich freigestellt worden seien. Unzählige Insider-E-mails wurden gefunden (warum erst jetzt?), in denen die Grossbankenhändler unter einander primitivsten Slum-Jargon austauschten. „Will nicht, dass die Idioten da draussen davon wissen“ (English version „Dont want other numpties in market to know“). Generell obszöner Sprachgebrauch, den man diesen Zeilen besser nicht zumuten möchte. Sind die Banken brav geworden? Leider immer noch nicht. Was wird wohl noch alles auf den Bussentisch kommen? Vielleicht unredliche Börsenausführungen, Ausübung von Insiderwissen, neue Händlerabsprachen? Man hofft immer zu vermuten, dass nun doch wohl alle möglichen Aspekte des Vergehens aufgedeckt sein mögen, doch immer kommt neues Ungemach daher. Unsere Schweizer Grossbanken sind da immer mit von der Partie und wir fragen uns schon, warum hierzulande niemand moniert, dass die Aufsichtsbehörden nie mit Bussen oder Strafrecht auffahren. Die Schweizer Finanzmarktaufsicht darf keine Bussen verhängen, ist die Erklärung. Toll. Da klaut jemand einen Bund Bananen und landet im Gefängnis. Manipuliert sich eine Grossbank Milliarden in die eigenen Handelsströme, so bleiben die Schweizer Behörden stumm. Und da wundert man sich da und dort, dass wir in der bislang so gut funktionierenden Schweiz mit Neiderinitiativen aus dem linken Politlager überschwemmt werden. Die Grossbanken haben die Grundsätze der Geschäftsethik noch immer nicht kapiert, und ein gewisser CEO eines angeklagten Instituts behauptet (unter Eid), dass er gar nicht gewusst habe, dass man eine Abteilung Kundenbetreuer beschäftige, die

amerikanische Klienten betreut hätten und regelmässig in der Neuen Welt auf Kundenakquisition gewesen seien. Und eben dieser Herr darf trotzdem im Amt bleiben. Auch wenn er (scheinbar) nicht weiss, was in seinem Laden abläuft. Ein paar Aktionäre enervieren sich, doch die Grossaktionäre (Hallo Pensionskassen) winken die Entlastung des Verwaltungsrats durch. Passiert halt, so etwas. Ein Chef kann ja auch nicht überall sein. Wir finden dies haarsträubend, und obwohl es durchaus im Bereich des Möglichen liegt, dass es gewisse Grossbankaktien gibt, die hinfort gar nicht so schlecht abschneiden werden, bleiben wir bei unserer Einstufung: Das Geschäftsmodell der Grossbanken ist für uns weiter nicht nachhaltig und qualifiziert immer noch nicht für ein Verwaltungsmandat. Der Präsident eines Schweizer Grossbankeninstituts – eine Persönlichkeit mit grossartiger beruflicher Vergangenheit – konnte sich lange auf den Standpunkt stellen, dass ‚alles Ungemach‘ vor seiner Zeit bei der Bank entstanden sei. Zwischenzeitlich ist dieses Alibi nicht mehr stichhaltig. Auf der Kriegsebene – das heisst im Händlerraum – spielen sich unverändert ethische Unverschämtheiten ab, die nichts mit Nachhaltigkeit zu tun haben. Und die oberste Führung merkt nichts oder schaut weg. Wir schämen uns ein wenig für gewisse unserer Finanzinstitute. Und ziehen es weiter vor, von Investitionen in diesem Sektor abzusehen.

## SKEPSIS LINKS UND RECHTS

Der Trend wird wohl trotz der Bedenken anhalten.  
Oder gerade deshalb

---

Aus unseren obigen Ausführungen entnehmen Sie klar, dass es aufgrund der monetären Verhältnisse nicht erforderlich scheint, in Deckung zu gehen. Ein gewisses Fragezeichen stellt sich hinsichtlich der Vereinigten Staaten, wo ziemlich eindeutig beschlossen worden ist, die monatlichen Aufkäufe von Treasury Papieren einzustellen. Hier muss grundsätzlich bei Gelegenheit mit einer Zinswende gerechnet werden, welche durch die Verantwortlichen auch klar in Aussicht gestellt worden ist. – Der Zeitpunkt der Wende ist jedoch weiterhin unklar. Die Zeichen aus Washington sind heute verschwommen und die Verantwortlichen sind sich uneinig darüber, ob man die Wirtschaft durch Zinserhöhungen abwürgen würde. Jedenfalls ist der Dollar aufgrund der fundamentalen Konstellationen gegenüber dem Euro im Vorteil. Die relative Stärke der U.S. Währung wird wohl anhalten.

In Europa weiss das viele Geld kaum mehr, wohin es fließen soll. Da und dort liebäugelt man sogar mit negativen Zinsen auf Bankeinlagen. Und jene, die Geld dringend benötigen oder vielleicht ein neues Unternehmen aufbauen möchten, erhalten es weiterhin kaum, frei nach der uralten Bankenregel, dass man nur Geld an Adressen ausleihen soll, die keines brauchen. Gute Bonitäten erzielen Zinsen, die vor einiger Zeit unvorstellbar waren. Die Bundesrepublik bezahlt 0.7% für zehnjähriges Geld, die Eidgenossenschaft kaum mehr als ein Drittel Prozent pro Jahr. Es erstaunt deshalb wenig, dass die Börsen freundlich tendieren, wenn Aktien wie Nestlé oder Roche annähernd zehnmal so viel Dividendenrendite abwerfen wie eine zehnjährige Staatsobligation. Ein vor einiger Zeit ganz und gar unvorstellbares Szenario. Und wenn in der Presse seit langer Zeit Unkenrufe zirkulieren, dass die Bewertung der Aktien aufgrund langjähriger Bewertungsniveaus zu teuer wären, dann werden Äpfel mit Birnen verglichen. Es liegt auf der Hand, dass die Kurs-/Gewinn-Verhältnisse heute nicht eins zu eins mit jenen Niveaus verglichen werden können, als eine zehnjährige Schweizer Staatsanleihe drei oder mehr Prozent pro Jahr rentierte! Das leuchtet jedermann ein und wir denken, dass viele der heutigen Markteinschätzungen zu kurz greifen, indem sie die Bewertungs-massstäbe nicht adäquat dem heutigen ultratiefen Zinsniveau anpassen. Genau aus diesem Grunde lesen wir seit geraumer Zeit von „überbewerteten Börsen“ und baldigem bösem Erwachen. So lange es

derart viele warnende Stimmen gibt, ist es unwahrscheinlich, dass eine veritable Baisse eingeläutet wird.

Wir bewegen uns heute nicht auf dünnem, sondern auf neuartigem Eis. Das Risiko kann mit Bewertungskriterien der Vergangenheit ganz einfach nicht erfasst werden, denn ein Umfeld wie das heutige gab es noch nie auch nur annähernd in vergleichbarer Art, und aus dem selbigen Grund gab es auch noch nie eine Börsensituation, die mit dem momentanen Ablauf verglichen werden kann. Die Welt wird weiter staunen, dass überhaupt nichts mehr ist wie früher und auch im neuen Jahr vieles anders kommen kann, als es der Konsens erwartet. Halten Sie die Sitzgurte geschlossen. Die Fahrt geht noch weiter.

Marcel A. Burgauer