

Unser Standpunkt  
30. Juni 2015

# Unser Standpunkt, 30. Juni 2015

- |    |                                     |   |
|----|-------------------------------------|---|
| 7  | Wer nicht hören will, soll zahlen   | Das gefährliche Treiben der Zentralbanken |
| 9  | Obligationen                        | Hände weg                                 |
| 11 | Dreistes aus dem Giftschränk        | Bargeld geht es an den Kragen             |
| 13 | Staatsschulden überborden           | Wie diese weggetrickst werden sollen      |
| 15 | Warum so schleppend investiert wird | Die Fragwürdigkeit der Aktienrückkäufe    |
| 17 | Die Zukunft                         | Die Zentralbanken bestimmen den Trend     |

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 2015 - 30. Juni 2015		in CHF		in EUR	
Schweiz	SMI	-	2.25%	+	12.69%
Deutschland	DAX Xetra	-	3.18%	+	11.62%
Frankreich	CAC 40	-	2.77%	+	12.11%
Grossbritannien	FTSE 100	-	5.69%	+	8.74%
Schweden	OMX Stockholm 30	-	7.06%	+	7.14%
Europa	STOXX 50	-	5.61%	+	8.83%
USA	S&P 500	-	5.71%	+	8.71%
Japan	Nikkei	+	7.25%	+	23.64%
India	Sensex	-	5.52%	+	8.93%
China	Enterprise Index	+	1.94%	+	17.54%
Morgan Stanley	Welt Aktienindex	-	4.48%	+	10.14%
Bloomberg Effas Franken/Euro Obligationen Index (5-7 Jahre Laufzeit)		+	2.32%	-	0.63%
Index ausgewogenes Mandat*		-	1.08%	+	4.75%

B) über fünf Jahre		in CHF		in Euro	
Schweiz	SMI	+	43.29%	+	81.47%
Deutschland	DAX Xetra	+	44.87%	+	83.47%
Frankreich	CAC 40	+	9.86%	+	39.13%
Grossbritannien	FTSE 100	+	20.95%	+	53.18%
Schweden	OMX Stockholm 30	+	24.57%	+	57.76%
Europa	STOXX 50	+	5.07%	+	33.07%
USA	S&P 500	+	73.70%	+	119.98%
Japan	Nikkei	+	35.75%	+	71.92%
India	Sensex	-	0.55%	+	25.95%
China	Enterprise Index	-	1.32%	+	24.97%
Morgan Stanley	Welt Aktienindex	+	44.64%	+	83.17%
Bloomberg Effas Franken/Euro Obligationen Index (5-7 Jahre Laufzeit)		+	13.46%	+	28.02%
Index ausgewogenes Mandat*		+	29.05%	+	55.60%

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

50% Morgan Stanley Welt Aktienindex

# WER NICHT HÖREN WILL, SOLL ZAHLEN

Das gefährliche Treiben der Zentralbanken

---

In unserem letzten Standpunkt rieten wir, einen ansehnlichen Teil des Anlagevermögens liquide zu halten und diese Mittel ganz entspannt auf dem Kontokorrent der Bank geparkt zu halten. Dies nicht etwa aus Gründen der Ideenlosigkeit, sondern als bewusster Anlageentscheid – wenn man brach herum liegendes Geld überhaupt als “Anlage” betrachten kann. Seit geraumer Zeit leben wir jedoch nicht mehr in normalen Zeiten. Die Politik hat mit Hilfe der Zentralbanken eine ultimative Stimulierungsmaschinerie in Gang gesetzt, die jeglicher Finanz- und Wachstumsmisere den Garaus machen soll und – wie manch eine Innovation – in Amerika erfunden wurde. Der Ideenreichtum der Amis in Ehren, doch die *Quantitative Stimulierung* (QE), die zwischenzeitlich die Zinsen in allen etablierten Währungsräumen auf Null oder gar in den Negativbereich gedrückt hat, bleibt ein äusserst bedenkliches Experiment, dessen Nutzen unserer Beurteilung nach weiterhin sehr fragwürdig ist. Wahrscheinlich sind wir anständig und zurückhaltend, wenn wir lediglich von “fragwürdig” sprechen. Effektiv sollte eher der Begriff einer pervertierten Staatssteuerung gewählt werden für die Art und Weise, wie heute die Zentralbanken politisch eingespannt werden, um eine finanzielle Repression ersten Ranges einzuführen. In der Schweiz treibt die monetäre Stimulierung und der verzweifelte Versuch, unsere „Insel-Währung“, die sich ähnlich eines Sammelobjekts einer kaum nachvollziehbaren Bewertung “erfreut”, einer weiteren Aufwertung zu entziehen, absurde Blüten. Die Kurzfrist-Zinsen sind hier seit langem negativ und Staatspapiere der hehren Eidgenossenschaft rentieren bis zu einer Laufzeit von 7 Jahren weniger als null Prozent. Man zahlt also den Schuldner für das Privileg, diesem einen Kredit anzuvertrauen. Wiederholt hat unsere Regierung, wie auch jene diverser europäischer Staaten, in letzter Zeit so Geld geborgt und ihren Kreditgebern garantiert, dass diese bei Fälligkeit ihrer Investition weniger zurückbezahlt erhalten als am Tag des Anlageentscheids – wenn man diesen Begriff hier überhaupt bemühen darf. Ein vernünftiger Mensch würde denken, dass die Pensionskassen und Versicherungskonzerne – die Verwalter der Vorsorge-gelder unserer Gesellschaft – klüger wären, als dass sie Anlagen mit garantiertem Verlust eingingen. Was für Sinn kann es machen, das Ersparte anderer Menschen willentlich zu entwerten? Doch Gesetz bleibt Gesetz. Vorsorgegelder

müssen zwingend nach strengen Auflagen angelegt werden und gesunder Menschenverstand kann da leicht gegen Paragraphen verstossen.

Das heutige Umfeld der Negativzinsen ist unserer Meinung nach eine Perversität, die mittlerweile zu einer grotesken Grössenordnung herangewachsen ist, indem die vielgepriesene, monetäre Stimulierung auf absurde Abwege geraten ist. Nicht genug, dass Obligationen kaum noch eine Brosame an Rendite abwerfen oder den Käufer einer Staatsobligation gar Geld kosten. Nein, nun fallen auch noch Strafzinsen an für Kontokorrentguthaben – eine Hinterhältigkeit erster Güte seitens der Politik. Bestraft wird der, der spart; belohnt jener, der Schuldenwirtschaft betreibt. Hypotheken sind zu trivial tiefen Kosten zu haben und treiben die Immobilienpreise in unrealistische Gefilde. Wer nicht hören will, muss zahlen, heisst das heutige Losungswort der Politik. Bürger, konsumiere oder werde enteignet. Das mag Ihnen reichlich übertrieben vorkommen, doch leider ist diese Aussage die Wahrheit, die ganze Wahrheit und nichts als die Wahrheit! Mit der Brechstange sollen Herr und Frau Unschuldsbürger dazu gezwungen werden, ihr Geld auszugeben. Zum Wohle der Nation. Amen. Leider werden die Damen und Herren, die für diese unverantwortliche Politik weltweit verantwortlich sind, nicht mehr zur Rechenschaft gezogen werden können, wenn unsere jungen Bürger ihr Rentenalter erreicht haben und resigniert feststellen müssen, dass ihr per Gesetzesdekret abgeknöpftes Vorsorgegeld ohne jegliche Rendite und gar mit garantiertem Verlust angelegt wurde. Dass hier eine sozialpolitische Zeitbombe gezündet worden ist, liegt auf der Hand. Doch bald erleben wir die nächste Tat Hiobs.

Bevor wir Ihnen diese im vorliegenden Bericht beschreiben, möchten wir jedoch zur Sache kommen. Zur Sache der Anlagepolitik:

# OBLIGATIONEN

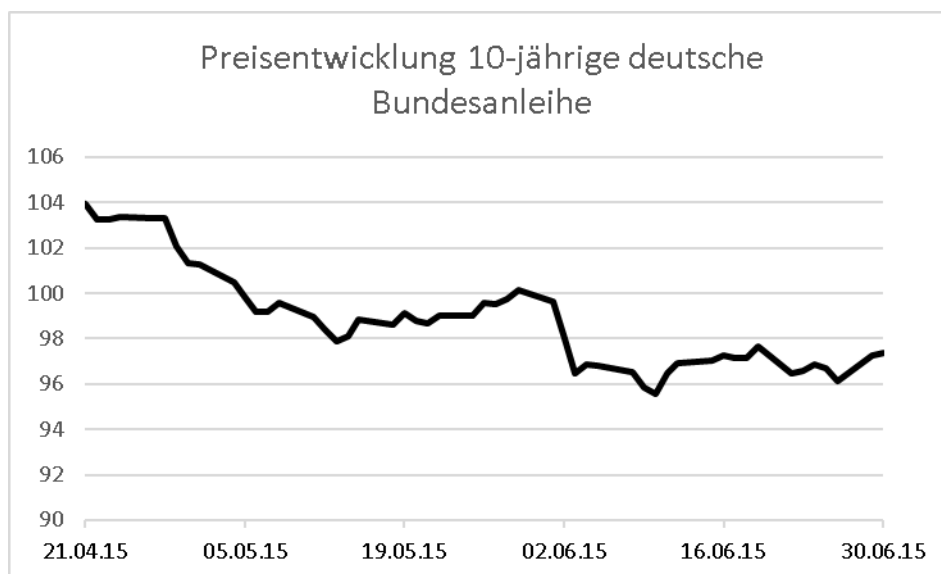
Hände weg

---

Die Gilde der Politiker kommt in dieser Publikation oft genug in die Kritik. Das mag zwar manch einem Leser oder Leserin ein hämisches Lächeln abringen, doch helfen solche Aussagen nicht wirklich für eine sachliche Beurteilung der Anlageperspektiven. Was wir wirklich zum Ausdruck bringen möchten, ist unsere Überzeugung, dass mittel- bis längerfristige Obligationen ein unerwünschtes Risiko darstellen. Schon vor einem Jahr lasen Sie in diesen Zeilen, dass sich nicht an den Aktienmärkten, sondern bei Obligationen eine Blase aufbaue, deren Platzen vor allem für risiko-averse Investoren ein unangenehmes Szenario auslösen werde. Wir entschuldigen uns dafür, dass noch kein Obligationencrash die Welt erschüttert hat, obwohl im Laufe der letzten Wochen an Europas Märkten diesbezüglich die ersten Sturmböen zu erleben waren. Den exakten Zeitpunkt des Kulminationspunktes einer Blase vorauszusehen, sei dies im Immobilien-, Aktien-, Rohwaren- oder sonst einem Sektor ist leider nie möglich. Man kann historische Vergleiche, technische Analyse, Bewertungskriterien oder was immer zu Rate ziehen. Schliesslich helfen diese Massstäbe jedoch nicht wirklich, den perfekten Augenblick eines Ausstiegs zu finden, bevor der Massenexodus beginnt. Lediglich ein einziges Kriterium erweist sich immer wieder als hilfreich und ultimativ unfehlbar: Der gesunde Menschenverstand. Es kann doch ganz einfach nicht sinnvoll sein, jemandem – und sei dessen Bonität noch so gut – einen Kredit zuzusprechen, der den Geldgebern einen garantierten Verlust verspricht. Und eben dies ist im Laufe der letzten zwölf Monate eingetreten. Zuerst in der Schweiz, dann in Deutschland und Holland und schliesslich in diversen nordischen Staaten. Erneut müssen wir unser Bonmot bemühen, dass Zustände, die keinen Sinn machen, meistens unhaltbar sind. Es grenzt an schizoide Verkommenheit, wenn Anlageprofis mutwillig Investitionen mit garantiertem Verlust tätigen und dafür auch noch eine Beratungsgebühr verlangen. Da machen wir unsererseits nicht mit und bleiben dabei, dass vor allem der europäische und japanische Obligationenmarkt ausser Rand und Band geraten sind und einer Seifenblase gleichkommt, die glitzernd in die Stratosphäre der Fehlbewertung aufsteigt, bis die Gesetze der Logik dem unwirklichen Treiben ein jähes Ende bereiten. Unsere Obligationen-Bestände haben sich aufgrund unserer Überzeugung hinsichtlich der widersinnigen Bewertung dieses Sektors weiter massgeblich reduziert, obwohl diese

Politik uns das Dilemma zusätzlicher Liquidität beschert, die heute fast nicht mehr ungeschoren über die Runden gebracht werden kann. Wir weigern uns jedoch, dem unsinnigen Herdentrieb der Gegenwart zu folgen und Vermögensteile unserer Kundschaft willentlich der Enteignung zu überlassen.

Dass „sichere Staatsobligationen“ binnen kürzester Zeit arg an Wert verlieren können, zeigt die Kursentwicklung Deutscher Staatsanleihen im Laufe der letzten Wochen:



Die obige Preisentwicklung hatte binnen 50 Tagen einen Kursverlust von 8% zur Folge, wodurch illustriert sein soll, dass die Rückkehr zu normalisierten Zinssätzen gewaltiges Verlustpotential birgt für Obligationeninhaber. Für Investoren, die Anfang Mai dieses Jahres beispielsweise zehnjährige Obligationen der Bundesrepublik erstanden haben, wurde das gesamte in Aussicht stehende Zinseinkommen binnen weniger Tage durch das Absacken des Obligationenkurses wegradiert. Das scheinbar defensivste Anlageinstrument ist heute effektiv die riskanteste Art und Weise, Ihr Geld zur Anlage zu bringen. Es ist uns ein Bedürfnis, diesen Aspekt mit aller Deutlichkeit zu äussern.

# DREISTES AUS DEM GIFTSCHRANK

Bargeld geht es an den Kragen

---

Seit dem ersten Quartal dieses Jahres treibt die Stimulierungspolitik weitere Blüten. Was macht man als Zentralbanker, wenn die Leitzinsen auf dem Nullpunkt angekommen sind und nicht mehr weiter reduziert werden können? Das Geld schon gratis zur Ausleihe gelangt? Ganz einfach. Man führt Minuszinsen ein. Nicht ganz ohne Ausnahme, notabene, denn staatliche Institutionen werden (noch) verschont. Die Guthaben von Normalbürgern jedoch, die nicht dem Artenschutz unterstehen, werden heute verfolgt und mit Negativzinsen belegt. Wir kämpfen jetzt täglich mit den Privatbanken, bei denen ein Grossteil unserer Kunden ihre Beziehung unterhält, um Vermeidung solcher "Guthaben-Gebühren". Bisläng mit Erfolg, doch wir befürchten, dass sich dies bald ändern könnte – vor allem im Bereich der Schweizer Franken-Bestände. Die Europäische Zentralbank stimuliert, was das Zeug hält und kauft Obligationen auf, die gar niemand mehr verkaufen will im heutigen Umfeld des Anlagenotstands. Also drücken die Behörden die Kurzfrist-Zinsen wohl bald tiefer in den Negativbereich, was die amerikanischen Geldmarkttheoretiker seit langem intensiv empfehlen. Doch Achtung! Was tut der geneigte Leser wohl, wenn ab morgen für ein Kontoguthaben ein oder mehr Prozent an Negativzins belastet wird? - "Nicht mit mir!" werden Sie sagen und Ihrer Bank zu Recht eine lange Nase machen, das Geld am Schalter bar beziehen und dieses für geringe Kosten physisch in einem Tresorfach deponieren. Davor fürchten sich die Zentralbanker gewaltig und wissen genau, dass das heutige Niveau der Negativzinsen kaum erhöht werden kann, ohne einen Run auf die Kundenguthaben auszulösen. Doch falls wir uns nun freuen, dass die heutigen Minuszinsen (die Banken betiteln diese scheinheilig als "Guthaben-Gebühren") kaum erhöht werden können, hat die Rechnung ohne den „Gift-Wirt“ gemacht. Der Ratschlag aus Amerika lautet nämlich, dass Bargeldbezüge am Schalter mit einer Gebühr von vier Prozent belastet werden sollten und – zurren Sie Ihren Sitzgurt fest – Bar-einzahlungen ebenfalls einer ähnlichen Strafe unterzogen werden sollten. Womit dann die Politik jedem „Siebengscheiten“ ihrerseits eine lange Nase machen wird. Es soll sich niemand beklagen, wenn dies eintrifft, finden die Zentralbanken. Man habe ja oft genug gepredigt, dass mehr konsumiert werden solle und die Banken gehalten seien, grosszügig günstige Kredite



zu vergeben. Man sei quasi selbst schuld, wenn man spare. – So. Jetzt ist der Zeitpunkt gekommen, an dem Sie Ihren Zeigefinger zur Schläfe führen und vielleicht denken, dass der Verfasser dieser Zeilen endgültig im Land der Übertreibung angekommen sei. Machen Sie sich jedoch keine Illusionen. Das Ziel der Politik ist es, geschätzte Leserin und lieber Leser, das Bargeld abzuschaffen. Und zwar um Sie zu schützen. Zu schützen vor terroristischen Machenschaften, Kriminalität, Geldwäscherei und anderen lauerten Gefahren. Jawohl! Ein Schritt zum Wohle der Bürgerinnen und Bürger wird dies sein. - Die Wahrheit ist natürlich, dass die Staatskontrolle überall weiter ausgebaut werden soll. Ein Bankgeheimnis gibt es zwischenzeitlich de facto nicht mehr. Die Transparenz ist allgegenwärtig. Doch da wäre eben noch das anonyme Bargeld, das der Politik gar nicht mehr behagt und zu Zeiten des virtuellen Geschehens scheinbar überflüssig geworden ist. Ein barbarisches Relikt quasi. Ein unsichtbarer Fluss von Guthaben, dessen Bestehen überhaupt nicht mehr mit den Absichten der Politik vereinbar ist. *Bargeld spricht nicht*, pflegte man zu sagen. Nun, die dezidierte Absicht der Mächtigen dieser Welt ist eindeutig, dass das Bargeld zum Sprechen gebracht werden muss. Indem es abgeschafft und ins gläserne Banking überführt wird. Zum Horror des Kunst- und Immobilienmarktes, wo heute Unsummen an Geldern verschoben werden, deren Hintergrund das Tageslicht scheut wie der Teufel das Weihwasser.

Würden drastisch erhöhte Negativzinsen auf Kontoguthaben eingeführt, so müssten diese also zwangsläufig mit Einschränkungen des Bargeldverkehrs oder gar dessen Abschaffung einhergehen. Die Schweizer Nationalbank liebäugelt sicher auch mit solchen Massnahmen, muss sie doch unbedingt Mittel und Wege finden, die Attraktivität des Frankens zu mindern. Nur hat sich Europa schon mehrmals die Zähne an der Starrsinnigkeit der Schweizer Bevölkerung ausgebissen. Die Abschaffung des Bargeldes in der Schweiz würde ein Aufbegehren der Bevölkerung, wenn nicht ein unschönes Erdbeben der Entrüstung auslösen. Wussten Sie, dass unser Bauernstand ihren Viehhandel grösstenteils in bar abwickelt? Das sei halt immer so gewesen, gibt man als Begründung an. Hallo „Harvard-Theoretiker“! Die Abschaffung des Bargelds kann uns durchaus bevorstehen. Doch die Schweiz, das Stachelschwein, wird erst noch zu überzeugen sein. Vielleicht ist dies unser neues Bonmot.

# STAATSSCHULDEN ÜBERBORDEN

Wie diese weggetrickst werden sollen

---

Die Sozialdemokratische Partei der Schweiz hat einmal die wenig logisch daher kommende Litanei des "zu Tode Sparens" kreiert. Eine unsinnige Aussage ersten Grades, die ihresgleichen sucht. Wie auch immer. Die weltweite Staatsverschuldung steigt überall munter in die Höhe. Während sich diese nach der Bankenkrise von 2008 auf ca. \$ 14,2 Billionen belief, hat sich die Gesamtsumme zwischenzeitlich auf ungefähr \$ 18,5 Billionen erhöht. Austerität hallo! Nun, Länder wie Frankreich (man merke: unter sozialistischer Führung) haben inzwischen festgestellt, dass Austerität und Fiskaldisziplin schädlich sind für Gesellschaft und Wirtschaft zugleich. Also hoch mit den Schulden.

Seit der Erfindung des Quantitativen Easings (QE) durch die USA und dem nachfolgenden Aufspringen auf den Stimulierungszug durch Japan, der EU und der Schweiz, ist die staatliche Schuldenmacherei sehr einfach geworden. Die fraglichen Zentralbanken (USA haben eine Pause eingelegt) kaufen Obligationen auf, was das Zeug hält. Die Bank of England besitzt heute rund einen Viertel der Staatsschulden, das U.S. Treasury etwa einen Zehntel des ausstehenden Betrags, die Japanische Zentralbank rund den Gegenwert von 20% des BIP. In Europa ist dieses Verhältnis nicht einfach nachzuvollziehen, kauft Herr Draghi doch ein Sammelsurium von Schuldpapieren auf. Jedenfalls sind die Bilanzen der Zentralbanken heute ein Vielfaches dessen, was sie vor wenigen Jahren waren und die Welt fragt sich zu Recht, wie der Schuldenschlamassel denn weitergehen könne, ohne dass unsere Zentralbanken irgendwann Gläubiger von unsagbar grossen Staatsschulden werden. Doch wundern wir uns nicht über die explodierenden Schulden. Der U.S. Vize-Präsident Dick Cheney schlug zu Zeiten der Schuldenskalaion während seiner Amtszeit Steuererleichterungen von Billionen von Dollar vor und untermauerte diesen Vorstoss mit der Aussage „Ronald Reagan showed that deficits don't matter“.

Der IMF hat sich intensiv mit der Problematik der ausser Rand und Band geratenden Staatsschulden auseinandergesetzt und Theorien der Ökonomen Irving Fisher und Henry Simons aus den Dreissigerjahren ausgegraben. Diese besagen - und da staunt man nicht schlecht, - dass die Staatsschulden im Besitze der eigenen Zentralbank ganz einfach gestrichen werden sollten. Ist das nicht eine wunderbare Idee? Allen führenden Industriestaaten könnte man auf einen Schlag einen massiven

Anteil der Staatsschulden schenken. Wie das? werden Sie fragen. Nun, argumentieren die Zauberer und hochverehrten Ökonomen, die durch die Notenbanken erworbenen Staatstitel seien ja Transaktionen innerhalb des öffentlichen Sektors. Der Bürger besitze quasi gleichzeitig eine Schuld des Staates und andererseits ein Guthaben seitens seiner Zentralbank. Ergo könne man doch beide Posten gleichzeitig streichen und die Schulden seien aufgehoben. Wegradiert. Auf Null gebuchhaltet. Es mache doch überhaupt keinen Sinn, dass der Staat "seiner" Zentralbank Zinsen zahle auf deren aufgekauften Staatsobligationen. Dieses Geld fliesse ja lediglich von einer Hosentasche in die andere. Das tönt doch alles wunderbar, im wahrsten Sinne des Wortes! Die britische Staatschuld könnte so von etwa 64% des BIP auf 40% gesenkt werden und der Zinsaufwand des Vereinigten Königreichs würde über Nacht von über 50 Milliarden Pfund auf lediglich 32 Milliarden sinken. Kein Wunder also, dass die Herren Politiker in der manisch anmutenden „Kauforgie“ von Staatsschulden durch die Zentralbanken kein Problem sehen. "Netting-out" heisst die Lösung, die in Japan wahre Wunderwirkung auslösen würde und - okay - vielleicht das Vertrauen in die Währung etwas torpedieren könnte, doch wahrscheinlich den tollen Effekt einer Inflationsförderung auslösen würde. Notenbankgeld würde zur Kirmesware, die per Dekret und Rotstift einfach weggezaubert werden könnte. Liebe Leserinnen und Leser, der Verfasser dieser Zeilen mag allzu fundamental und konservativ denken, doch erschrecken Sie diese Zeilen nicht bis ins innerste Mark, um gar nicht zu sprechen von den Tiefen Ihres Portemonnaies? Die Alchemisten unserer Politik erörtern Massnahmen, welche hohe Inflation, markante Schwächung der Währungen (was passiert, wenn aber alle schwächeln?) und vor allem Vertrauensverlust erster Güte hervorbringen. Monetisierung der Schulden ist das Patent. Arme Welt der Sparer. Man zahlt keine Zinsen, verbietet das Bargeld und zieht der monetären Basis den Teppich unter den Füßen weg. Der ultimative Gau - und alles im Bereich des Möglichen, treue Leserinnen und Leser. Und was ist die Konklusion dieser Geschichte des monetären Armageddon? Was lehren uns solche ökonomische „Tausendsassa-Theorien“? Eines nämlich: Dass wir klar abwägen sollten, wem wir in dieser Welt vertrauen. Einer Staats- und Zentralbankführung oder vielleicht eher dem Management eines etablierten Privatunternehmens. Wir sind der dezidierten Meinung, dass letzteres der klügere Weg ist. Mit anderen Worten: Eine Beteiligung an einem Qualitätskonzern wie Nestlé, Johnson & Johnson, Roche und ähnlichen Branchenführern ist langfristig weit klüger, als der scheinbar konservative Entscheid, seinen Sparbatzen einem Staat anzuvertrauen. So oft im Leben sucht man nach der beweisbaren Wahrheit. Auch im Anlagegeschäft ist das so. Man kämpft sich durch Wirtschafts- und Aktienmarktanalysen, in

der Erwartung, dass man so zu einem vernünftigen Entscheid gelangt. Doch meistens wäre es viel sinnvoller, etwas anderes zu konsultieren. Den gesunden Menschenverstand nämlich. Und der rät einem klipp und klar, den Schuldversprechen der erfinderischen Staatsführungen zu misstrauen und auf das etablierte Unternehmertum zu setzen. Dies setzt für Sie jedoch eines voraus: Sie müssen "im Grossen" denken. Sie dürfen das kurzfristige Performanceresultat nicht als Massstab des Erfolgs ansetzen, ansonsten Sie mit der grundsätzlichen Anlagephilosophie in Konflikt geraten. Eine Nestlé Aktie mag Ende dieses Jahres tiefer stehen als heute, obwohl „Ihre“ Firma durch erstklassige und höchst vertrauenswürdige Unternehmer geführt wird, während jedoch hinter den so sicher scheinenden Staatspapieren professionelle Enteigner sitzen. Hart, aber fair, sind diese Worte. Und objektiv, finden Sie nicht?

## WARUM SO SCHLEPPEND INVESTIERT WIRD

Die Fragwürdigkeit der Aktienrückkäufe

---

Nicht nur Staaten haben dumme Ideen. Auch börsenkotierte Konzerne warten mit köderartigen Zusicherungen auf, die kaum halten, was sie versprechen. Die Optimierung des „Shareholder-Value“ zum Beispiel, die in manch einer Geschäftsleitung heute eine wichtige Richtschnur darstellt. Erinnern Sie sich an Jack Welch, den ehemaligen – recht skrupellosen Chef von General Electric? Vorerst war dieser Vollblutunternehmer ein überzeugter Jünger der Förderung des „Shareholder-Value“, doch Jahre später nannte er eben dies „die blödeste Idee der Welt“. Aufgrund gewisser Kommentierungen Milton Friedmans in den Siebzigerjahren wurde der „Shareholder-Value“ primär in den USA ein kardinaler Teil der Konzernstrategien. Die Grundaufgabe einer Unternehmung, zu konkurrenzfähigen Preisen Qualitätsprodukte oder –dienstleistungen auf den Markt zu bringen und dabei Gewinne für das Aktionariat zu erzielen, wurde plötzlich sekundär. Erste Priorität wurde der „Shareholder-Value“, was zur Folge hatte, dass sich die Investitionstätigkeit kontinuierlich verringerte, während Firmen, deren Aktien nicht an der Börse kotiert waren, ihre neu zur Investition gebrachten Mittel deutlich steigerten. Die „Entdeckung“ der Wichtigkeit des „Shareholder-Value“ ist eine direkte

Folge der finanziellen Anreize für das Management börsenkotierter Gesellschaften. Je gewichtiger die Konzernführung mit Aktien - und vor allem Optionen - entlohnt wird, desto mehr wird deren Handeln durch kurzfristiges Denken dominiert. Mit der Folge, dass die langfristige Wertschöpfung vernachlässigt wird. Typisch ist hier das Bankwesen. Die finanziellen Anreize durch Optionen mutierten zu derart grotesker Grössenordnung, dass die Anreizpsychologie zu Gunsten des eigenen Optionsplans die Aufmerksamkeit für die Prioritäten des Konzerns deutlich zu überschatten begann. Mit den hinlänglich bekannten Folgen. Abermilliarden wurden in den letzten Jahren an „überschüssigen Mitteln“ mittels Aktienrückkäufen an uns Investoren „zurückbezahlt“ und die Unternehmensführung brüstet sich dann immer lauthals, dass das Wohl des Aktionariats die erste Priorität im Leben der Damen und Herren auf der Teppichetage darstelle. Die Wahrheit ist jedoch, dass es für die Herrschaften mit Incentiveplänen sehr lukrativ ist, den Gewinn pro Aktie so schnell wie irgendwie möglich zu „verdichten“, wie so schön gesagt wird – wodurch der Wert der eigenen Optionen in die Höhe getrieben wird. Doch die Zynik des Ganzen ist, dass die Nullzinspolitik Dutzende von Konzernen dazu verleitet hat, Berge von Schulden aufzunehmen, um mit diesem Geld an der Börse eigene Aktien zurückzukaufen. Die Religion des „Shareholder-Value“ ist der wahre Grund dafür, dass sich die Investitionen der führenden Industrienationen seit Jahren sehr schleppend entwickeln. Auch tummeln sich immer mehr sogenannte „Aktivisten“ auf dem Börsenparkett und nötigen profitable Konzerne dazu, die Gewinne für Aktienrückkäufe einzusetzen, anstatt diesen zu erlauben zu expandieren. Hinterfragen Sie also die Strategie der Geschäftsleitung Ihrer Beteiligungen, wenn Ihnen freudig verkündet wird, dass ein beträchtlicher Teil des erwirtschafteten Gewinns mittels Aktienrückkäufe an Sie „zurückgeführt“ wurde. Da macht man uns ein X für ein U vor, wie man in der Schweiz zu sagen pflegt.

# DIE ZUKUNFT

## Die Zentralbanken bestimmen den Trend

---

Wir riskieren uns zu wiederholen, wenn wir erneut in Erinnerung rufen, dass die Stimmung an den Finanzmärkten nicht mehr primär vom Wirtschaftsgang, sondern vom Agieren der Zentralbanken bestimmt wird. Eigentlich sind die Zentralbanker für Stabilität verantwortlich, doch seit geraumer Zeit ist es offensichtlich geworden, dass sich die U.S. Behörden primär um das Wohlergehen der Finanzmärkte kümmern. Als Randnote sei vermerkt, dass diese Stelle verdächtig oft von Personen besetzt wird, deren Karrieren eng mit Wall Street verbunden sind.

Es ist naheliegend zu vermuten, dass die Zinsen ihren Tiefpunkt längst erreicht haben und – wen wundert's – der Zeitpunkt einer Trendwende im Raum steht. Dass steigende Zinsen Gift für die Finanzmärkte darstellen, liegt auf der Hand und Sie fragen deshalb mit Fug und Recht, ob der Moment nicht gekommen sei, sich generell von den Börsen zu verabschieden. Dabei stellen sich zwei Fragen: Ist die Weltwirtschaft wirklich so gut aufgestellt, als dass höhere Zinsen nachfragebedingt in Aussicht stehen? Sind die Zentralbanken über eine konjunkturelle Überhitzung besorgt? Oder vielleicht über besorgniserregende Inflation? Die Antwort lautet *nein*. In den USA wird seit geraumer Zeit eine minime Anhebung des Fed-Satzes auf vielleicht 0.5% antizipiert. Doch die Behörden haben zugewartet und sind weiterhin besorgt hinsichtlich gewisser Deflationstendenzen. Kürzlich hat der Think-Tank des IMF sogar empfohlen, mit jeglichen Zinserhöhungen zuzuwarten als Folge der Einschätzung, dass die Konjunktur nicht mehr so robust agiere wie zu Beginn des Jahres. Dass die ersten Zinserhöhungen wohl in den USA vorgenommen werden, scheint fast ausser Frage zu stehen. Allzu fragil ist das konjunkturelle Gleichgewicht in Europa und Asien. Doch aufgrund der konjunkturellen Aspekte ist es wahrscheinlich, dass wir noch geraume Zeit mit der heutigen Nullzinspolitik leben werden, die Sparer am Hungertuch knabbern müssen, die Vorsorgeeinrichtungen das Geld der zukünftigen Rentner zu einem Bruchteil eines Prozents an Rendite quasi brachliegen lassen müssen und zu Aktien ganz einfach keine Alternativen vorhanden sind. Wir sind weiterhin der Meinung, dass nicht in den Aktienmärkten, sondern im Bereich der Obligationen eine Blase entstanden ist und hier das Verhältnis des Ertrags zum eingegangenen Risiko unverhältnismässig gross ist und sich ein Engagement nicht empfiehlt. Liquidität wird entweder zu Null abgegolten oder in Schweizer Franken und Euro gar mit einer

Belastung bedroht. Wir sind uns durchaus bewusst, dass man nicht einfach im Aktiensektor engagiert sein darf, nur weil die Alternativen gänzlich unattraktiv sind. Aktien sind heute im historischen Vergleich relativ grosszügig bewertet, doch nicht überbewertet, wie dies da und dort kolportiert wird. Viele Dividendenrenditen sind oft nicht nur historisch auf hohem Niveau, sondern ganz besonders in Bezug zu den Kurzfrist- und Obligationenzinsen. Immer noch rentieren viele Blue Chips 3% oder mehr, was das Risiko solcher Anlagen in Grenzen hält.

Unsere Anlagepolitik bleibt vorerst unverändert, mit relativ hohem Engagement in Aktien. Wir verhehlen nicht, dass wir dabei die heutige Mentalität und das Agieren der Zentralbanken in unserer Anlagepolitik sehr stark in unsere Überlegungen einbeziehen. Diese denken heute wie Politiker und nicht mehr wie unabhängige Wächter über die Stabilität, was den Finanzmärkten zum Vorteil gereichen sollte.

Es macht keinen Sinn, in historische Analysen zu flüchten und Gründe für einen Ausstieg aus der Welt der Aktien zu suchen. Der Einfluss der Zentralbanken ist übermächtig. Die Palette der Anlagevehikel wurde durch die Macht der Geldbehörden auf einen Bruchteil der historisch zur Verfügung stehenden Varianten reduziert. „Investiere, oder werde bestraft!“ ist die Devise der Staatssteuerung – sei dies nun hinsichtlich Konsum oder Unternehmertum. Finanzielle Repression heisst das für die Sparer und Investoren dieser Welt, wodurch sich die Spielregeln in der Welt der Vermögensverwaltung total geändert haben.

Machiavelli scheint auferstanden zu sein mit einem stillen Einzug in die Welt des Geldes.