

# Transparenz

QUARTALSREPORT

AUSGABE FRÜHJAHR | 11

## DIE WELT DURCHLÄUFT EINE TURBULENTE PHASE, ABER KEINE KRISE

**Das Jahr fing gut an. Kursrückschläge sind nach unserer Einschätzung Kaufgelegenheiten. Wir favorisieren defensive und dividendenstarke Werte.**

Bis die Diktatordämmerung in Nordafrika aufzog, belohnten die Börsen in Europa und den USA die Optimisten. In den Emerging Markets dominierten dagegen die Gewinnmitnahmen. Nach den ordentlichen Gewinnen im vergangenen Jahr flossen kontinuierlich Gelder ab. Die Nordafrikakrise rief abrupt in Erinnerung, dass es nie verkehrt ist, Gewinne mitzunehmen. Es zeigte sich sehr deutlich, dass keineswegs alle aufstrebenden Märkte die für Investitionen unabdingbare politische Stabilität aufweisen. Alles in allem sollte die Absatzbewegung jedoch vorübergehender Natur sein. Die Wachstumsfaktoren bleiben intakt. Nordafrika war bislang keine Investitionszone von Bedeutung. Die verstärkte politische Labilität wird Investitionsaversionen höchstens stärken.

In Europa arbeiten die Staaten mit bislang unbekannter Energie daran, ihre Schulden zu konsolidieren. Gleichzeitig reift die Erkenntnis unter den Gläubigerstaaten, dass mit einer Euro-Krise niemandem gedient ist. Sicher bleibt die Lage brenzlich, solange nicht genau erkennbar ist, wie die gefährdeten Staaten der Peripherie ihre Schuldenlast langfristig schultern werden. Aber es sieht nicht mehr danach aus, als würde sich die Bundesrepublik zu der zeitweilig befürchteten «Versackungspolitik» entschliessen. Damit stellt sich die Frage, ob der Franken mit zunehmender Stabilisierung und Abflauen der Nordafrikakrise wieder auf ein bescheideneres Kursniveau zurückfindet.

An den Anleihemärkten ist unübersehbar, dass die Zinsen ihren Tiefpunkt hinter sich haben. Die Deflationsgefahr scheint offenbar gebannt. Gleichzeitig wächst das Bewusstsein, dass Staatsanleihen keineswegs ohne Risiko sind. Die institutionellen Anleger achten zunehmend darauf, für ihre Risikoprämie auch eine Kompensation zu erhalten.

Unübersehbar ist weiter, dass die hohen Notierungen für Rohstoffe und Agrarerzeugnisse die Kosten treiben. Die Erzeuger sind entschlossen, sie an die Verbraucher

weiterzureichen. In dieser Lage spricht alles dafür, die Laufzeiten bei festverzinslichen Anlagen zu verkürzen. Um die Erträge etwas aufzubessern, empfiehlt sich ein prüfender Blick auf hochverzinsliche Anleihen – in Euro wie in Dollar und in Emerging Markets Währungen. Das beträchtliche Aufwertungspotential dieser Währungen bleibt intakt. Auch nach den Korrekturen in Asien! Daneben nehmen wir auch den einen oder anderen Reverse Convertible mit tief liegender Barriere ins Portfolio. Risiko und Zinsentschädigung stehen derzeit in einem vernünftigen Verhältnis.

Weiterhin spricht einiges für Wandelanleihen (angesichts des unübersichtlichen Angebots am besten über einen Fonds) und für Anleihen in britischen Pfund.

Bei den Aktien ist festzuhalten, dass die Märkte nach der seit dem Herbst zu beobachtenden Hausse ohnehin korrigieren wollten. Die Nordafrikakrise lieferte den passenden Vorwand. Angesichts der ausgewiesenen

**«Die Aktienmärkte wollten nach der anhaltenden Hausse ohnehin korrigieren.»**

Gewinnzahlen, der allgemeinen Wachstumsaussichten und der insgesamt keineswegs übertriebenen Bewertungen sehen wir nach der Korrektur für Aktien durchaus Einstiegsmöglichkeiten. Wir sind konträr zur gegenwärtigen Marktmeinung auch positiv für die Türkei und beobachten unter den Frontier Markets nicht zuletzt die äussere Mongolei. Sie ist derzeit zweifellos ein attraktives Terrain. Unübersehbar sind aber auch die begrenzte Marktgrösse und die Gefahr der Illiquidität.

Grundsätzlich bevorzugen wir in diesem Umfeld defensive und dividendenstarke Werte. Dazu zählen wir die lange vernachlässigten Versorger wie Snam Rete, A2A oder Veolia und Suez Environnement. Bei den Energietiteln sollte EON die Konsolidierungsphase langsam hinter sich haben und damit wieder kaufenswert sein. Ähnlich GDF-Suez, ENEL und Titel wie BP, ENI oder Total. Wer der Wasserkraft als sauberer Energie für die Zukunft vertraut, wird sich auch für Alpiq interessieren. Ansonsten setzen wir auf Sondersituationen, also Titel, die zurückgeblieben sind. Etwa Clariant, Basilea oder etwa auch Swiss Life. Alles in allem bleiben wir verhalten zuversichtlich. Nicht zuletzt aus statistischen Gründen. Das dritte Jahr nach einer Krise verzeichnet meistens ordentliche Gewinne.

# Wachsende Sorgen vor einer möglichen Geldentwertung

## DIE ZEITEN BILLIGER IMPORTE GEHEN UNWEIGERLICH ZU ENDE

**Kaum scheint die Deflationsgefahr gebannt, hebt auch schon wieder die Inflation ihr hässliches Haupt. In gewisser Weise wiederholt sich das Vorspiel zur Finanzmarktkrise. Die Notenbanken sind bei ihrer diffizilen Steuerungsarbeit nicht zu beneiden.**

Bereits zum zweiten Mal innert zehn Jahren entgeht die Weltwirtschaft knapp dem befürchteten Deflationsschrecken, nur um sich einigermassen abrupt dem Inflationsgespenst gegenüber zu sehen. Wie vor vier Jahren treiben derzeit insbesondere Rohstoffe und Agrarerzeugnisse die Preise. Werden die Nationalbanken wieder so überreagieren wie beim letzten Mal? Dass die nach der langanhaltenden grosszügigen Liquiditätsversorgung in rascher Folge verabreichten Zinsanhebungen seinerzeit massgeblich dazu beigetragen hatten, die spekulative Blase auf den Kreditmärkten platzen zu lassen, ist den Nationalbankiers sicher noch sehr gegenwärtig. Dass sie das Bedürfnis nach Wiederholung verspüren könnten, darf man angesichts der atemberaubend schwierigen Jahre 2008 und 2009 wohl ausschliessen.

Unübersehbar ist gleichzeitig, dass die Welt derzeit mit jeder wirtschaftlichen Erholungsphase einen Nachfrageüberhang nach Rohstoffen, Energie und Agrarerzeugnissen aufbaut. Seit dem Jahre 2000 erleben wir, dass die Inflationsraten vornehmlich von den Preisen für Energie und Lebensmittel getrieben werden, nachdem von 1985 bis 1999 die Baisse bei Agrarprodukten und Rohstoffen den Preisauftrieb nachhaltig gedämpft hatte.

Die letzten zehn Jahre profitierten die Arbeitnehmer in Westeuropa und den USA einerseits von billigen Importen aus Asien, lebten aber auf der anderen Seite in der Furcht, Opfer der Arbeitsplatzauslagerungen nach Osteuropa und nach Asien zu werden. Reihenweise demontierten die Unternehmen der Konsumgüterelektronik und der verarbeitenden Industrien ihre Anlagen in den Industrieländern, um sie in Asien wieder aufzustellen und dort von den

niedrigen Löhnen zu profitieren. Oder aber sie investierten – wie etwa die deutsche Automobilindustrie – gezielt in Osteuropa. Bis auf die Plakette „Made in Germany“ und den Ort der Rechnungsstellung ist an einem deutschen Auto heutzutage nicht mehr sehr viel deutsch. Industriebeobachter haben ausgerechnet, dass gerade einmal 30 Prozent eines Porsche Cayenne wirklich in der Bundesrepublik hergestellt werden. Mit diesem Kunstgriff schaffte es die deutsche Wirtschaft jedoch, sich auf den Weltmärkten zu behaupten und nach der brutalen Fitnesskur der letzten Krise die Früchte der Leistungsstärke einzuspielen. Nach Lage der Dinge stösst die Auslagerungspolitik jedoch an ihre natürlichen Grenzen. Die Suche nach dem günstigeren Standort führte von China nach Vietnam, von Indien nach Bangladesch oder etwa auch bei der italienischen Textil- und Schuhindustrie von Asien ins relativ nahe Tunesien. Aber irgendwann sind die Reserven an billigen Arbeitskräften erschöpft. Die Krise in Tunesien war nicht zuletzt eine Folge der aufgestauten Lohnerwartungen, wie die dramatische Absatzbewegung zeigte, die unmittelbar auf den Sturz der Regierung folgte. In Bangladesch sehen sich die Textilindustriellen gezwungen, markant mehr – wenn auch absolut gesehen immer noch lächerlich wenig – zu zahlen. Wenn

**«Die letzten Jahre lebten die Arbeitnehmer in der Furcht, die Arbeitsplätze zu verlieren»**

sie nicht in leistungsfähigere Maschinen investieren, läuft ihnen mit der Zeit die Arbeit weg. Damit sie investieren können, müssen sie vernünftige Preise erwirtschaften. Damit sie diese an den Märkten durchsetzen können, werden sie zusätzlich investieren müssen.

Aus China hört man beinahe täglich Klagen über die rasant steigenden Lebenshaltungskosten, insbesondere für Wohnungen und Lebensmittel. Bei der allgemeinen Neigung, sich möglichst umgehend ein Auto zuzulegen, kommen noch schnell steigende Kosten für den Treibstoff dazu. Eine Währungsaufwertung würde den Preisschub abfedern, aber auch die Exporte verteuern. Insgesamt ist davon auszugehen, dass die Währungen der aufstrebenden Länder im Laufe der kommenden Jahre markant höher be-

wertet werden zum Euro und zum Dollar. Insgesamt geht die Phase, in welcher der Westen von billigen Löhnen und ausbeutungsfähigen Zuständen profitierte, zu Ende. Unübersehbar ist eben auch, dass sich die tägliche Ölfördermenge nicht mehr gross steigern lässt. Vielmehr wissen wir seit ein paar Jahren definitiv, dass Erdöl in absehbarer Zeit nur noch in rückläufigen Mengen gefördert werden kann. Damit ist auch schon klar, dass es angesichts des ständigen Nachfrageüberhangs für die Preise nur noch eine Richtung gibt: nach oben.

Theoretisch spricht also alles dafür, dass wir lernen müssen, mit grossen Preisschüben zu leben, sofern wir uns nicht beizeiten anpassen. Diese Anpassung findet durchaus statt. Der Durchschnittskonsum der Autos entwickelt sich seit einigen Jahren so rückläufig, dass Politiker bereits fürchten, weniger Steuern einzuziehen. Insgesamt könnte die Anpassung jedoch zügiger erfolgen.

Lebensmittelpreise sind in Europa und den USA nur bedingt inflationsgefährdet. Der scharfe Wettbewerb zwischen den Discountern verhindert im Zusammenspiel mit preissensitiven Verbrauchern grosse Ausschläge.

Anders sieht es dagegen bei Markenartikeln und anderen Gütern des gehobenen Bedarfs aus. In der markengetriebenen Welt von heute verfügen die Hersteller über einen beachtlichen Preissetzungsspielraum, wie sich etwa bei Kosmetika, aber auch bei Uhren gut beobachten lässt. Die Preise für Markenartikel steigen seit etlichen Jahren sehr viel schneller als die Inflation.

Vielfach ist jedoch der Staat der grösste Preistreiber. Die Stromrechnungen steigen laufend, besonders stark in der Bundesrepublik, wo sich die Konsequenzen der grünen Energiepolitik bemerkbar machen. Die grosszügige Förderung alternativer Energien zulasten der Verbraucher stösst an ihre Grenzen. Sollte es wirklich zu einem Ausstieg aus der Kernenergie kommen – bei laufend anziehender Nachfrage zur Kompensation der fossilen Energieträger – werden jedoch noch ganz andere Preisschübe zu befürchten sein.

Preistreibend wirken selbstredend auch die Anhebungen der indirekten Steuern. Die Eidgenossenschaft hat die Mehrwertsteuer erhöht, das Vereinigte Königreich musste kräftig die Steuern erhöhen, um seinen Haushalt wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Griechenland erlebt derzeit, wie sich Steuererhöhungen unmittelbar in den Preisen niederschlagen. Eine gute Inflationsanalyse sollte solche Preissteigerungen ebenso wie die energiebedingten Teuerungen von einer strukturellen Inflation separieren, die sich aus einem Geldüberhang durch eine Schuldenwirtschaft ergibt.

Ob es wirklich zu einer scharfen Inflation im Stile der siebziger Jahre im Gefolge der ersten Erdölkrise kommt, ist jedoch keineswegs sicher. Selbst eine lockere Geldpolitik muss – anders, als es die vorherrschende Meinung in akademischen Kreisen will – keineswegs in eine Inflation

münden. Sonst hätte Japan schon längst seine hartnäckige Deflation überwunden. Auch der in grossem Stil betriebene Erwerb von Staatsanleihen durch die Bank of Japan – eine Kardinalsünde für alle Geldtheoretiker deutscher Zunge – wirkte nicht ansteckend. Die Zinsen auf langlaufende Staatspapiere bleiben hartnäckig am Boden.

Nun wird man zu Recht einwenden, dass Europa nicht Japan sei. Das Inselreich verzichtet auf eine Einwanderung. Es schrumpft lieber still vor sich hin. Europa wiederum denkt nicht daran, rekordhohe Schulden aufzutürmen wie Japan, das langsam die 200-Prozent-Marke des nationalen Jahreseinkommens erreicht. Der alte Kontinent ist zweifellos gut beraten, mit der Konsolidierung ernst zu machen. Wenn die Staaten jedoch ernsthaft ihre Haushalte ins Gleichgewicht bringen, entfällt der massgebliche Inflationsstreiber der letzten 35 Jahre.

So gut wie alle Staaten in Europa – phasenweise auch die Eidgenossenschaft – hatten im Schlandrian ihrer Schuldenwirtschaft es grosszügig den Nationalbanken überlassen, über die Zinspolitik die Inflationsraten einzudämmen, statt selber einen Beitrag in Form ausgeglichener oder

womöglich sogar rücklagenbildender Haushalte zu leisten. Der Euro als gemeinsame Währung verpflichtet die einzelnen Staaten dazu, autonom die nationalen Konjunktoren zu steuern. An dieser Erkenntnis führt nach den Erlebnissen der Eurokrise kein Weg mehr

**«Vielfach ist der Staat der grösste Preistreiber. Über seine Energiepolitik wie über die Steuern.»**

vorbei.

Wenn es wirklich gelingt, die öffentliche Verschuldung in Europa zu stabilisieren und mit der Zeit abzubauen, wenn es weiter gelingt, die Ablösung vom Rohöl kosteneffizient voranzutreiben, wenn nicht zuletzt die Bevölkerung selber in ihrem Nachfrageverhalten – also zeitweiligem Verzicht – einen Beitrag leistet, dann stehen die Chancen gar nicht so schlecht, dass der Inflationsauftrieb mässig bleibt.

Im Zweifelsfall wird es auch sehr viel effizienter und für die Schuldenkonsolidierung von Vorteil sein, die Steuern zu erhöhen und damit Kaufkraftnachfrage abzuschöpfen, als es der Nationalbank, respektive der Europäischen Zentralbank zu überlassen, die Zinsen zu erhöhen – und damit auch die Kosten für die Bedienung der gigantischen Schulden.

Was bei allen kurzfristig unübersehbaren Preisauftrieben – bis hin zu den Eisenbahnbillets, den Spesen für die Müllsäcke, das Wasser oder etwa frisches Gemüse – auch nicht vergessen werden sollte, ist die demographische Entwicklung. Schwache Jahrgänge schaffen auch weniger kumulierte Nachfrage. Die Nachfrage schrumpft schneller als sich die Kapazitäten abbauen.

Alles in allem halten die Regierungen den Schlüssel zur Inflation. Wenn etwa das Vereinigte Königreich seinen Jahreshaushalt um 81 Milliarden Pfund Sterling kleiner setzt, kann das nicht ohne Auswirkungen auf die Nachfrage im Land bleiben. Sobald sich diese Erfahrungen herumsprechen, wird das Land Nachahmer finden.

## GELD UND GESCHICHTE

# Die Idee einer Zentralbank und der Widerstand der Bankiers

In «Wallstreet, A History from its Beginnings to the Fall of Enron», Oxford 2004, schreibt Charles Geist:

Einer der Architekten des Federal Reserve Systems war Paul Warburg, ein Angehöriger des Deutsch-Amerikanischen Bankhauses und Abkömmling einer der prominenten jüdischen Bankiersfamilien in New York. Warburg erinnerte sich später lebhaft an den Widerstand, den einige Bankiers der Idee einer Zentralbank entgegenbrachten, bevor sie verwirklicht wurde, aber auch noch später.

Warburg gehörte zu einem kleinen Kreis von Bankiers, der sich im Jahre 1910 heimlich auf Jekyl Island (Georgia) traf. Eingeladen hatte Nelson Aldrich, der republikanische Senator aus Rhode Island. Das Treffen war gedacht als Forum, um eine republikanische Alternative zu den Bankreformen zu formulieren, die nach dem grossen Krach von 1907 den Kongress passierten. Dort hatten erstmals seit 20 Jahren die Demokraten die Mehrheit.

Der Aldrich-Plan skizzierte die Grundlagen für das drei Jahre später geschaffene Federal Reserve. Warburg erhielt das Angebot, dessen Leitung zu übernehmen.

In seiner bescheidenen Wesensart schlug er das Angebot aus. Er arbeitete jedoch bis 1918 als Verwaltungsrat mit.

Als Partner der Investmentbank Kuhn, Loeb und Co erhielt Warburg den dringenden Rat seines Senior-Partners Jacob Schiff, seine Vorstellungen einer Zentralbank nach europäischem Muster für sich zu behalten, wenn er seine Reputation in der New Yorker Bankenszene nicht gefährden wolle. Warburg dachte immer, dass das Bankenwesen in den USA primitiv war, verglichen mit den europäischen Modellen, die vielfach die Unterstützung der Lokalbanken und ihrer Regierungen hatten.

Er hielt sich auch keineswegs mit seiner Meinung über den Boom in den zwanziger Jahren zurück. Eines Tages sprach ihn James Stillman, damals Chairman der National City Bank of New York, darauf an, warum er einen radikalen Wandel des amerikanischen Bankensystems wolle: «Warburg, glauben Sie nicht, dass die City Bank ordentlich arbeitet? ... Warum die Dinge nicht so lassen, wie sie sind?»

Die Antwort kam schnell: «Ihre Bank ist so gross und

mächtig, Mr. Stillman, dass Sie sich wünschen, ihre Verantwortung wäre kleiner, wenn die nächste Panik kommt.» Solche Bemerkungen kamen nicht gut an bei den Propheten, deren wichtigste Aufgabe es war, einen optimistischen Ausblick auf die Aussichten der USA zu geben. Bernard Baruch meinte einmal später in typisch New Yorker Manier: «Ich kann nicht verstehen, warum die Leute so bewundernd über Paul Warburg sprechen. Er ist doch gar nicht so reich.»

Obwohl das Pujo-Komitee (zur Aufklärung des Börsenkrachs von 1907) einiges über die engen Verflechtungen des amerikanischen Wirtschaftslebens enthüllt hatte, wurden sie nicht gross zur Kenntnis genommen. Das meiste wurde von den Ereignissen überholt.

Die Pujo-Anhörungen waren der letzte öffentliche Auftritt J.P. Morgans. Er starb 1913, ein Jahr später. Obwohl sein Sohn und Nachfolger J.P. Morgan jr. (Jack) die Bank übernahm, sollte es noch einige Zeit dauern, bis er sich selber als legendäre Figur im amerikanischen Bankenwesen

etablierte. Das wichtigste war die Gründung des Federal Reserve im Jahre 1913. Eine seiner wichtigsten Aufgaben war die Aufsicht über die Geldversorgung im Bankensystem und die gleichmässige Zuweisung in

«Ich kann nicht verstehen, warum die Leute so bewundernd über Paul Warburg sprechen...»

den zwölf Federal Reserve Districts des Landes.

Die Morgan-Partner erkannten die potentielle Bedrohung ihrer dominanten Position und probierten es mit einer versöhnlichen Geste. Sie zogen sich aus den Verwaltungsräten von knapp 30 Gesellschaften zurück und gaben damit zu, dass die Sitze in diesen Verwaltungsräten verzichtbar waren. Diese beiden Schritte führten dazu, den Money Trust aus dem Rampenlicht zu nehmen. Im Hintergrund blieb er aktiv, stand aber die nächsten 20 Jahre nicht mehr unter den Augen der Öffentlichkeit. Die Bankiers gaben sich bedeckt.

Die meisten Money Trusters hatten eine Aversion gegen Publizität und die Verantwortlichkeit, die damit einherging. Aber einige waren entschlossen zu reformieren. Sie glaubten nicht, dass die Publizität, welche die Anhörungen mit sich brachten, reichen würde, um die Kontrolle des US-Wirtschaftslebens durch die Bankiers zu zähmen.