

Transparenz

QUARTALSREPORT

AUSGABE SOMMER|10

DER EURO HAT SEINE GLAUBWÜRDIGKEIT VORERST VERLOREN

Das Griechenland-Drama wuchs sich zu einer fundamentalen Krise Europas aus. Die Märkte zwangen die Staaten zur Einsicht, dass die jahrzehntelange Schuldenwirtschaft an ihre Grenzen stösst. In dieser Lage verschärfte sich der Aufwertungsdruck auf den Franken. Langfristige Gewinner werden die Emerging Markets sein. Deren Währungen haben grosses Aufwertungspotential.

Der Rückblick auf die letzten Prognosen zeigt, dass unsere Lageeinschätzung richtig war, und dass wir anlagetechnisch die richtigen Konsequenzen gezogen hatten. Der Franken wertete sich auf, Anleihen der aufstrebenden Märkte in lokalen Währungen zogen kräftig an. Die Notierungen für Gold und Edelmetalle stiegen markant. Die Aktienmärkte in China und Brasilien gaben ab. Sie bleiben kurzfristig kein Kauf. Insgesamt machte sich die defensive Grundaufstellung bezahlt.

In dieser Schärfe nicht erwartet wurde der selbst verursachte Vertrauensverlust gegenüber dem Euro. Das Gesamtbild, das die Regierungschefs abgaben, als sie das kleine (Griechenland) und das grosse Rettungspaket (Spanien, Irland, Portugal) schnürten, stimulierte die Investoren vor allem dazu, sich aus dem Euro abzusetzen. Das Leerverkaufsverbot von Obligationen und führenden Aktientiteln, das Berlin verhängte, zeigte nicht die beabsichtigte Wirkung, sondern das genaue Gegenteil. Der hektische Staatsinterventionismus und das regierungsamtliche Zetern gegen marktorientierte Fonds so wie früher gegen «die Plutokraten der Wallstreet» weckt böse Erinnerungen an längst überwunden geglaubte Gepflogenheiten.

In dieser Lage bleiben wir grundsätzlich defensiv ausgerichtet, ohne uns jedoch Opportunitäten zu verschliessen. Die Konvergenzbewegung der aufstrebenden Märkte hin zu denen der entwickelten Länder ist unverkennbar. Der Aufwertungsprozess der asiatischen (und auch einiger lateinamerikanischer) Währungen wird weitergehen. Er trägt alle Anzeichen einer Fundamentalebewegung. Um von dieser Bewegung ohne Klumpenrisiko zu profitieren, haben wir ein High-Yield-Zertifikat aufgelegt. Es bündelt Anleihen aus aufstrebenden

Märkten – etwa der Türkei – mit attraktiv verzinsten Industrietiteln wie Bombardier (Eisenbahnsysteme, Flugzeuge) und Heidelberger Zement. Dieses Papier ermöglicht, risikodiversifiziert an den Chancen zu partizipieren, die sich auf der Zins- und gleichzeitig auf der Währungsseite bieten.

Gold bleibt unserer Einschätzung nach weiterhin attraktiv. Als nächstes Kursziel sehen wir 1400. Auf längere Sicht sollte sogar die 2000er Marke erreichbar sein. Silber verzeichnet ebenfalls eine steigende Nachfrage. Um in vernünftigen Proportionen an der Edelmetall-Hausse zu partizipieren, bietet sich der von uns lancierte Silberminen-Basket an. Er bündelt die wichtigsten Minengesellschaften.

Da die meisten in Kanada domiziliert sind, wurde der Basket in Canada-Dollars aufgelegt. Wir sehen den kanadischen Dollar positiv und betrachten den Silberminen-Basket zusätzlich als Währungsdiversifikation.

Attraktive Anlagewährungen

«Attraktive Anlagewährungen sind auch die norwegische und die schwedische Krone.»

sind auch die norwegische und die schwedische Krone. Im Franken bleiben wir Übergewichtet. Wir gehen davon aus, dass er sich gegenüber dem Euro weiter aufwertet. Sollte die Marke von 1,40 fallen, werden 1,38 Franken für den Euro die nächste Widerstandslinie sein.

Kurzfristig wird der Druck auf den Franken zu einem Ausverkauf der Schweizer Maschinenbautitel führen. Angesichts der erfreulichen Fundamental- und Leistungsdaten beurteilen wir jedoch für die Aussichten für Schweizer Aktientitel zuversichtlich. Unsere Favoriten bleiben Nestle sowie die derzeit sehr günstig bewerteten Hoffmann-La Roche und Syngenta. Bei Swatch haben wir uns entschlossen, die Gewinne mitzunehmen. Sollte der Markt noch einmal korrigieren, wären sie jedoch wieder ein Kauf. Banken und Versicherungen meiden wir dagegen weiterhin.

Bei den US-Aktien setzen wir weiterhin auf den US-Leaders-Basket. Er liegt derzeit 2,5 Prozent über dem als Massstab herangezogenen S&P 500-Index. Die drei Kriterien für die Aufnahme eines Titels in den Basket sind: führendes Unternehmen der Branche, Momentum und eine fundamental attraktive Bewertung. Die Schwelle so hoch zu legen, hat sich bisher ausgezahlt. In Europa zählt E.ON zu unseren Favoriten.

Die Weltwirtschaft erlebt tektonische Verschiebungen

DIE KONSEQUENZEN AUS DER SCHULDEN- UND EURO-KRISE

Der Euro hat seine Glaubwürdigkeit verloren. Aber die Einsicht fehlt. Deutschland setzt gegen die Märkte auf Staatsinterventionismus. Dabei zwingt die Krise Europa zur Einsicht, dass die überdimensionierten Sozialsysteme nicht länger haltbar sind. Die grossen Gewinner der Krise werden die Staaten der Emerging Markets sein. Auch die USA halten sich gut. Der wirtschaftliche Aufschwung entwickelt sich entlang der Achse Asien-Brasilien-USA.

Zwei Momentaufnahmen sagen viel aus: Der brasilianische Präsident Luiz Inacio Lula da Silva sprach unlängst von einem magischen Moment, den Brasilien erlebe. Brasilien war schon immer das Land der Zukunft, aber jetzt löse es sein Versprechen ein. Parallel dazu bereitet sich die britische Prudential – ein altherwürdiger Versicherer, heute wohlgermerkt geführt von Tidjane Thiam, einem farbigen, in Frankreich ausgebildeten CEO mit einem französischen und einem Pass der Elfenbeinküste – darauf vor, mit der Übernahme des Asiengeschäfts der amerikanischen AIG, den unternehmerischen Schwerpunkt ganz auf die Wachstumsregion Asien zu setzen.

Dagegen bietet Europa ein Trauerspiel, das die schlimmsten Befürchtungen bei weitem übersteigt. Nach 30 Jahren Sozialstaatsaufblähung und Schuldenwirtschaft zwangen die Märkte die Europäer zur Besinnung. Aber die zweite Reaktion nach der Löschübung ist die einer störrischen Realitätsverweigerung. Statt sich einzugestehen, dass der Staat – durchaus getrieben von den erpresserischen Soziallobbies – der grosse Spekulant war, der glaubte sich ungebremst verschulden und die Märkte aushebeln zu können, versucht Berlin den Spiess umzukehren und bezichtigt die Investoren der Spekulation. Es ist das triste Ende der Marktwirtschaft in Deutschland und der Anfang einer stillen Rehabilitierung der DDR. Das Bild, das Europa in der Welt bietet, ist alles andere als attraktiv. Eine sich mit verschärfender Tendenz überalternde

Bevölkerung paart sich mit einem blutarmen Wirtschaftswachstum von etwas über einem Prozent. Dazu kommt die hohe öffentliche und teilweise auch bedenklich hohe private Verschuldung. Mit einer Gesamtschuldenquote von über 200 Prozent des BIP steht der selbst ernannte «Tätschmeister» Deutschland nicht wirklich besser da als der Rest der Europäischen Union.

Da bieten Asien und Brasilien doch ein sehr viel erfrischenderes Bild. Die Bevölkerungen sind jung, die Staatsverschuldung ist gering (von Indien einmal abgesehen), private Verschuldung faktisch unbekannt, da privat nur die wenigsten kreditwürdig sind; und die Wachstumsraten sind eindrucklich. Brasilien steigert das BIP derzeit mit etwa 6 Prozent pro Jahr und produziert heute mehr Autos als Deutschland, Asien legte in den letzten 20 Jahren einen Durchschnittswert von über 7 Prozent pro Jahr vor. Mit solchen Leistungen gehen unübersehbare Verschiebungen einher. Brasilien hält längst einen festen Platz unter den zehn grössten Nationalökonomien. Indien, Mexiko, Südkorea, die Türkei und Indonesien folgen auf den nächsten zehn Plätzen, wobei Indonesien noch vor der Schweiz rangiert und die Türkei den Niederlanden dicht auf den Fersen ist.

«... die Einsicht, dass der Staat der grosse Spekulant war, der die Märkte aushebeln wollte.»

Für Asien hat sich der Währungsfonds mit der Etikettierung von Korea, Hongkong, Singapur und Taiwan als «Newly Industrialized Asian Economies» längst zu einer Differenzierung entschlossen. Diese Nationen sind eben schon lange keine Emerging Markets mehr. Das

zeigt sich an den Pro-Kopf-Einkommen. Mit einem durchschnittlichen Einkommen von 37 293 US-Dollar rangiert Singapur knapp hinter Deutschland (40 875). In Hongkong erreicht das Durchschnittseinkommen 29 826 Dollar. Korea und Taiwan liegen mit rund 17 000 Dollar zwischen Portugal und der Slowakei.

In diesem Zusammenhang sollte man nicht vergessen, dass sich die in Berlin hochnäsiger refüsierte, aber wirtschaftlich sehr dynamische Türkei mit einem Durchschnittseinkom-

men von 8 723 Dollar in die Nähe Polens (11 288) schiebt. Angesichts der überlegenen Wachstumsdynamik und der stark wachsenden Bevölkerung wird es nicht lange dauern, bis Polen überrundet ist.

Eine andere bemerkenswerte Gruppierung sind die ASEAN-5 (Indonesien, Malaysia, Philippinen, Thailand und Vietnam), die wirtschaftlich besonders eng kooperieren. Die indonesische Wirtschaft ist so gross wie die schweizerische. Die thailändische entspricht derjenigen Dänemarks. Malaysia hat etwa die gleiche ökonomische Bedeutung wie Irland; und die Philippinen sind ökonomisch so stark wie Rumänien. Zählt man China, Indien und Brasilien hinzu, dann summiert sich die ökonomische Potenz der Emerging Markets auf diejenige der Europäischen Union. Der grosse Unterschied sind jedoch die stabil hohen Wachstumsraten und die Aussicht auf eine Ergänzung des bisher weitgehend exportgetriebenen Wachstums durch eine verstärkte Binnennachfrage. Die Unruhen in Thailand sind da durchaus bezeichnend. Es geht in der Substanz darum, dass bisher benachteiligte Bevölkerungsgruppen am wachsenden Wohlstand partizipieren wollen.

Entsprechend stehen die Währungen Asiens wie auch der brasilianische Real und andere Devisen der Emerging Markets in der Anfangsphase fundamentaler Aufwertungen. Historisch ist diese Phase ohne weiteres vergleichbar mit der Auflösung des Bretton

Woods Abkommens im Jahre 1973, als die USA die Golddeckung des Dollars aufgaben. In der Folge wertete sich der Dollar in der grossen Linie nur noch ab. Gegenüber dem Schweizer Franken rutschte er von 4,20 zeitweise auf einen Franken. Für Dollar-Investoren, die dem Franken vertrauten, war es ein einziges Fest. Die Kurse vervierfachten sich.

Niemand weiss derzeit, wie schnell die Aufwertungen der asiatischen Währungen, aber auch des brasilianischen Real ablaufen werden. Klar ist jedoch, dass sie ablaufen werden. Der aktuelle Gewinner der Euro-Krise ist aber auch der Dollar. Gestern noch als schwachbrüstig belächelt, wird er plötzlich gewürdigt. Kalifornien mag ähnlich pleite sein wie Griechenland, aber deswegen flüchtet kein Anleger aus dem Dollar. Es fällt in Washington auch kein lautes Wort über Kalifornien. Man spricht miteinander hinter verschlossenen Türen. (Ein grosser Unterschied zu Europa!) Das Vertrauen in die Führungsfähigkeit der USA ist ebenso intakt wie die kräftigen Wachstumserwartungen von deutlich über drei Prozent pro Jahr, die sich damit klar abheben von den asthmatischen Raten Europas, und die intakte Demographie. Die USA verfügen über eine sehr ausgeglichene Bevölkerungsstruktur. Vor diesem Hintergrund wirkt die durchaus stattliche Staatsschuldenquote von über 80 Prozent des BIP sehr viel weniger beunruhigend.

Hinzu kommt, dass die USA in der zweiten Regierung Clinton erfolgreich bewiesen haben, dass sie ihren Haushalt sehr schnell sanieren und beachtliche Überschüsse generieren können. Sobald also die Afghanistan-Intervention beendet ist und auch im Irak keine Spesen mehr anfallen,

ist es auch ohne weiteres vorstellbar, dass Washington nicht einfach nur seinen Haushalt saniert, sondern dazu übergeht, Schulden zurückzuzahlen.

Und Europa? Eine Aufwertung der Emerging-Markets-Währungen eröffnet die unerwartete Chance, die galoppierende Desindustrialisierung zu stoppen. Sie wird aber nur möglich sein, wenn die Sozialabgaben auf den Löhnen auf ein erträgliches Mass zurückfallen. Mit einer Reduzierung des Sozialstaats und einer Reduktion der Saläre für den öffentlichen Dienst – darunter die unzähligen Sozialarbeiter, Gleichstellungsbeauftragten, Alternativstromexperten, nicht zu vergessen die Professoren für Ethik und Kommunikationswissenschaften – allein wird es nicht getan sein. Wobei diese Reduktionen unverzichtbar sind, um ein Gleichgewicht zu den Industrielöhnen zu erreichen und damit dem produzierenden Gewerbe eine Chance zu geben, qualifiziertes Personal zu rekrutieren.

Man wird auch dazu übergehen müssen, das Geld für die Haushaltssanierungen da zu holen, wo es ist. Nämlich bei den überzogenen Pensionen. Die bisherige Praxis, Arbeits-

einkommen scharf zu besteuern und mit Sozialabgaben zu belasten, aber die Pensionäre zu schonen, ist eine der Ursachen für die strukturelle Arbeitslosigkeit und die Schuldenmisere. Für eine erfolgreiche Sanierung ist gleichzeitig zwingend mehr Wachstum erforderlich. Mehr

Wachstum lässt sich aber nur erreichen über eine Vertiefung des Binnenmarktes, über einen Abbau der bürokratischen Hürden, über einen wirklich freien Austausch von Gütern und Dienstleistungen. Das liesse sich alles stark verbessern. Es kann auch nicht sein, dass Fusionen immer wieder an nationalen Egoismen scheitern.

Auch wird es unverzichtbar sein, die reichen Strukturförderungsmittel nicht mehr einfach an die Bedürftigen weiter zu reichen. Man wird sie vielmehr mit der Auflage verknüpfen müssen, dass auch etwas für die innere Modernisierung des Empfängerlandes getan wird. Also für die Effizienz der Verwaltung, die Rationalisierung der Landwirtschaft, die Modernisierung der Industrie. Europa muss wegkommen von einer sozialistischen Klientel- und Versorgungswirtschaft im Stile der DDR.

Wichtig sind die Förderung des Unternehmertums und der Produktion. Nicht durch Subventionen, sondern durch einen Abbau der bürokratischen Schikanen und eine Entlastung bei den irrwitzigen Sozialauflagen. Sie führen in der Praxis dazu, dass viele Privatunternehmen gar nicht wachsen wollen, weil sie sich sonst noch mehr mit Gewerkschaften und Betriebsräten herumschlagen müssen. In Asien alles unbekannte oder doch wenigstens zahnlose Institutionen. Ein weiterer Rückfall in staatlichen Dirigismus, wie Berlin ihn ankündigte mit dem Leerverkaufsverbot, würde nur bedeuten, dass der kalte Krieg mit 20 Jahren Verzögerung doch noch vom Osten gewonnen wurde. Aber einzig in Europa: weltweit stehen die Sieger heute schon fest: die dynamischen und arbeitsamen Nationen Asiens.

«Historisch ist die Phase vergleichbar mit der Auflösung des Bretton-Woods-Abkommen.»

GELD UND GESCHICHTE

Die teuren Konsequenzen einer jahrzehntelang betriebenen Politik

In «Whoops! Why Everyone owes Everyone and no One can pay», London 2010, schreibt John Lanchester:


Das Ergebnis war eine jahrzehntelang betriebene Politik mit dem Ziel, das Hauseigentum zu steigern. Angefangen hatte es mit Hoovers «Own Your House» Kampagne, weitergegangen war es mit der Home Owner's Loan Corporation, die während der Grossen Depression säumigen Hypothekenschuldnern unter die Arme griff, sowie der Gründung von Fannie Mae und Freddie Mac. Eigenheimbesitz war politisch erwünscht; und die Regierung unterstützte den Erwerb von Hauseigentum in der beispiellosen Wohlstandsphase nach dem Zweiten Weltkrieg. Alles war bestens in den Jahrzehnten, die ihr Auf und Ab kannten, aber insgesamt eine allgemeine Aufwärtsbewegung in den Lebens- und Arbeitsbedingungen verzeichneten. Oder fast alles. Der Ärger mit dem beinahe allgemeinen Wohlstandszuwachs steckt im kleinen Wort «beinahe». Von den sechziger Jahren an war mit zunehmender Eindeutigkeit erkennbar, dass einige Bevölkerungsgruppen, besonders ethnische Minderheiten, benachteiligt waren durch die Geschäftsgepflogenheiten der Hypothekarschuldindustrie. Nicht theoretisch, wohl aber praktisch. Praktiken wie das «Redlining» – das Ziehen einer roten Linie um gewisse Bezirke und die Weigerung dorthin Geld zu leihen – geriet unter wohlverdiente Kritik. So wuchs der Druck auf die Regierung – dank Fannie und Freddy der grösste Mitspieler auf dem Hypothekenmarkt – diese Ungleichheit zu korrigieren.

Die Kampagne erreichte einige ihrer Ziele, als der erste Präsident Bush ein Gesetz unterzeichnete, das Fannie Mae und Freddie Mac verpflichtete, 30 Prozent ihrer Hypokredite an Schuldner mit kleinen und mässigen Einkommen zu geben. Präsident Clintons Wohnungsbauminister – erst Henry Cisneros und danach Andrew Cuomo – gingen daran, eine Politik umzusetzen, die Hauseigentum auf Bevölkerungsgruppen erweiterte, die historisch gesehen davon ausgeschlossen waren. Eine Reihe von Änderungen führten miteinander dazu, dass neue Darlehensformen möglich wurden. 1980 legalisierte der Depository Institutions Deregulation and Money Control Act, von gewissen Schuldnern höhere Zinsen und Gebühren zu fordern. Das war die eigentliche Definition einer Sub-Prime-Schuld.

1982 legalisierte der Alternative Mortgage Transaction Parity Act die variablen Zinsen auf die laufende Hypothek, die nicht mehr zu amortisieren war. Schliesslich erlaubte der Tax Reform Act von 1986 die steuerliche Abzugsfähigkeit der Hypothekenzinsen. Dies steigerte sofort das Interesse, die Hypotheken stehen zu lassen, statt sie zu amortisieren. Regierungen und Parlamentarier beider politischer Lager halfen, eine neue Schuldenform einzuführen. Die Regierung Clinton führte sie weiter, indem sie ihrer Politik eine starke, wenn auch unausgesprochene ethnische Konnotation gab. Der bevorzugte Euphemismus lautete «underserved», unterbediente Bevölkerungsgruppen. Um die bisher Ausgeschlossenen zu erreichen, erlaubten die Neuerungen, 100 Prozent des Hauswertes ohne Eigenkapital zu belehnen. Die individuelle Kreditgeschichte wurde auf Seite geschoben. Statt dessen reichte es für einen Hypokredit, wenn die Antragsteller bisher ihre Mietzinsen und die Stromrechnung zahlen konnten. Dies erlaubte Antragstellern, Gelegenheitsjobs und Sozialhilfe als Einkommen zu

«Der bevorzugte Euphemismus lautete «underserved» unterbediente Bevölkerungsgruppen.»

deklarieren und die Grenzen der Hypokredite anzuheben, die von der Regierung garantiert wurden. Weil Fannie Mae und Freddie Mac solch merkwürdige öffentlich-private, aber in Wirklichkeit öffentliche

Hybridgesellschaften waren, konnte die Regierung ihre Hypokreditpolitik problemlos durchsetzen. Und der Grund dafür war, dass die Hypokreditgeber das neue Segment der einkommensschwachen Schuldner als gigantisches Wachstumspotential ausgemacht hatten. Klar, die Hypokreditvergabe war sorgfältig zu prüfen, Fall für Fall, aber solange das geschah, waren die neuen Hypokredite ein Quell der Freude. Hauseigentum in den USA steigerte sich auf historisch hohe 68,9 Prozent, und die Lücke zwischen den ethnischen Minderheiten und der weissen Bevölkerung (oder «nicht-hispanisch Weisse» wie der US-Zensus sie nennt) verjüngte sich: Zwischen 1994 und 2005 wuchs die weisse Hauseigentümerschaft um 8,3, die afroamerikanische um 13,6 und die hispanische um 20,1 Prozent. Vom Standpunkt der Eigentumsförderung aus funktionierte die Politik. Die Schuldner wollten Geld, um die Häuser zu kaufen, die Regierung wollte, dass sie Geld erhielten, die Gläubiger wollten Geld machen, und jeder bekam, was er wollte. 



WEALTH MANAGEMENT AG