

Transparenz

QUARTALSREPORT

AUSGABE SOMMER | 11

SCHULDENSORGEN, WÄHRUNGSVOLATILITÄTEN UND DIE UNANGENEHME AUSSICHT AUF EINE ABFLACHENDE ERHOLUNG

Ende Mai wurden die Märkte kräftig durchgeschüttelt. Die Währungen registrieren irrwitzige Ausschläge. Gleichzeitig geben die Konjunkturaussichten nach. Die Aktien korrigierten weltweit kräftig.

Die letzten Maiwochen bestätigten die alten Investorenregel, besser im Mai zu verkaufen und in die Ferien zu gehen («Sell in May and go away»). Die Markturbulenzen waren kräftig. Erst erwischte es die Rohstoffe, dann die Währungen; und mit der Aussicht auf eine schwächelnde Konjunktur gerieten auch die Börsen in den Abwärtssog. Parallel dazu tun sich die Europäer schwer, ihren Sorgenkindern an der Peripherie beizustehen und sie gleichzeitig aber auch an die ganz kurze Leine zu nehmen. Die Dissonanzen zwischen der Europäischen Zentralbank und einzelnen Euro-Staaten blieben nicht ohne Einfluss auf den Euro-Kurs und die Märkte. Der designierte EZB-Präsident Mario Draghi meldete sich mahnend mit dem Hinweis, dass die Krise keineswegs vorbei sei. Die Ereignisse bestätigten seine vorsichtige Einschätzung.

Am unangenehmsten für Anleger mit Heimatwährung Franken sind derzeit die Währungsschwankungen. Der Franken legt beinahe täglich neue Rekordkurse vor, aber auch der Euro wertete sich gegenüber dem Dollar seit Anfang des Jahres um mehr als zwölf Prozent auf. Fundamental sind diese Kurse nicht gerechtfertigt, aber solange die Euro-Krise schwelt, bleiben fundamentale Kriterien nachrangig. Auf den Dollar wiederum drückt der nachlassende Konjunkturan. Dachten die wichtigsten Marktteilnehmer bis vor kurzem noch an steigende Zinsen und ein Ende des Quantitative Easing (QE2), müssen sie jetzt schlimmstenfalls sogar mit einem QE3 rechnen. Dieses Lagebild kann sich aber auch wieder schnell ändern. Nach unserer Einschätzung nimmt der Wirtschaftsaufschwung solidere Konturen an. Die Aussicht auf eine Rezession bleibt einstweilen vernachlässigbar. Mit Blick auf das unendliche Griechenlanddrama wächst aber auch die Einsicht, dass die EU im Grunde ein Governance-Problem hat. EZB-Chef Trichet votierte für die Bestellung eines europäischen Finanzministers. Angesichts der unübersichtlichen Brüsseler Subventionsflüsse wäre eine

«Solange die Euro-Krise schwelt, bleiben fundamentale Kriterien nachrangig...»

fundamentale Neuaufstellung sicher ein Schritt in die richtige Richtung. Aber der wird bestenfalls mittelfristig zu verwirklichen sein. Vorerst holpert sich Europa durch die Schuldenkrise. Das drückt einfach immer wieder auf die Stimmung, selbst wenn die Gesamtzahlen keineswegs so schlecht sind.

Auch die Emerging Markets kommen im laufenden Jahr einfach nicht vom Fleck. In diesen Märkten untergewichtet zu sein, zahlte sich aus. Wir bleiben bei unserer Konzentration auf vielversprechende Einzelmärkte wie Indonesien, Russland und Thailand. Sie bieten die besten Voraussetzungen, sich in dem anspruchsvollen Umfeld mit seiner Rohstoffpreis-inflation und den margenschmälernden Lohnerhöhungen zu behaupten. Die Rohstoffnotierungen haben erst einmal ihren Zenit gesehen. Gold erreichte unser Kursziel von 1500 US-Dollar für die Unze. Wir halten aber in dieser unruhigen Zeit an Gold als Depot-Beimischung fest. Bei den Rohstoffen gehen wir

davon aus, dass der Nachfrageüberhang ungebrochen bleibt. Insofern bieten Kurskorrekturen Einstiegsgelegenheiten. Wir bevorzugen grosskapitalisierte Unternehmen wie Xstrata, BHP Billiton oder Rio Tinto. Sie sollten mit dem anlaufenden Kostenschub am besten fertig werden. Ansonsten setzen wir auf die etablierten Märkte in Europa und den USA sowie auf Unternehmen mittlerer Grösse, die sich als erfolgreiche Nischenplayer profiliert haben und von starken Marktpositionen profitieren. Dazu zählen wir Namen wie Leoni, Six Flags oder etwa Tiffany. Von den Einzelmärkten scheint uns Österreich am interessantesten. Die Wiener Börse wird wenig beachtet, wiewohl sie vielversprechende Wachstumstitel kotiert. Unter den Sektoren sehen wir angesichts der aktuellen Umstände wieder Chancen bei den alternativen Energien und deren Ausrüstern. Nach langer Durststrecke! Bei den festverzinslichen Papieren sind die Renditen stark zurückgegangen. Am meisten erwarten wir derzeit vom Segment der hochverzinslichen Risikoanleihen («High Yield»). Staatsanleihen meiden wir. Sie sind entweder zu teuer oder zu risikoreich. In diesem Umfeld sind die Anleger besser bedient mit erstklassigen Unternehmensanleihen und kurzen bis mittleren Laufzeiten.

Seit 40 Jahren stürmisches Verhältnis zum US-Dollar

HARMLOSE EURO-SCHULDENKRISE IM VERGLEICH ZUR US-KRISE

Letztes Jahr sah es noch danach aus, als sei der Dollar eine Alternative zum krisengeschüttelten Euro. Derzeit stecken beide in einer Krise. Wobei die Aussichten für den Dollar noch etwas ungemütlicher sind.

Auf einen der vielen Dollar-Schwächeanfänge angesprochen, wie sie seit der Kündigung des Bretton-Woods-Abkommen im Jahre 1971 üblich geworden sind, entgegnete Cartier-Chef Bernard Fornas lakonisch: «Der Dollar ist der Dollar, mit dem muss ich leben.»

Das Leben war schon einmal einfacher für den Erfolgsmanager, der mit seinem sehr systematischen Ansatz der grossen Schmuck- und Uhrenmarke weltweite Präsenz verschrieben hat. Die Kosten fallen bei Cartier weitgehend in Franken an, aber der Erlös fliesst überwiegend in Dollar und dollarnahen Währungen zurück. Allein im laufenden Jahr wertete sich der Dollar gegenüber dem Franken von bereits unerfreulichen Tiefständen noch einmal um 15 Prozent auf ein neues Rekordtief ab.

Die aktuelle Lage lässt wenig Raum für Hoffnung. Die konjunkturelle Erholung reduziert ihr ohnehin schon gemächliches Tempo. Die Arbeitsmarktlage bleibt prekär.

Die langsam schon legendären Aussenhandelsdefizite verharren hartnäckig auf schwindelerregendem Niveau. Der mehrheitlich republikanische Kongress sperrt sich in seinem ideologischen Fundamentalismus gegen Steuererhöhungen. Die Schuldnerbewertungsagenturen denken laut darüber nach, die USA

herabzustufen; und zu allem Überdross blockiert der Kongress die technisch nötige Anhebung der Schuldenobergrenze. Dass dieser Cocktail nicht nach dem Geschmack der Anleger ist, bleibt durchaus nachvollziehbar.

Nun ist angesichts der unbestrittenen Dynamik der Amerikaner nicht damit zu rechnen, dass sie sich mit einer Krise resigniert abfinden. Alan Levenson, seines Zeichens Chefökonom des US-Vermögensverwalters T. Rowe Price, sieht einerseits steigende Importpreise, besonders bei den

Rohstoffen und der Energie – 15% bei einer Kerninflation von 1,5% –, erwartet vom tiefen Dollar aber auch eine Rückkehr der Produktion in die USA. Er ist weiter davon überzeugt, dass das Land seine Schuldenlage noch beizugehen in den Griff bekommt. Ihn ermutigt die Tatsache, dass die Diskussion über die nötige Sparsummen realitätsnäher geworden ist. Das Land muss in den nächsten zehn Jahren seine Budgets um vier Billionen Dollar entlasten, wenn es seinen Haushalt ins Gleichgewicht bringen will.

Der Weg zu einem Amerika, das wieder produziert, läuft über eine Dollarabwertung. Levenson rechnet damit, dass er sich gegenüber den meisten asiatischen Währungen rückläufig entwickelt. Der Euro ist für ihn angesichts der auf dem alten Kontinent lastenden Schuldenmisere keine attraktive Alternative.

Die Frage ist nur: Spielen die asiatischen Staaten auch so mit, wie es die USA gerne hätten? Oder geben sie lieber selber den Takt an? So eindeutig die Richtung ist – eine Abwertung des Dollars – so ungewiss sind Tempo und Kontinuität. In der Praxis bestimmt derzeit China als grösster Gläubiger – und grosser Rohstoffimporteur – die Marschgeschwindigkeit. Im Laufe der letzten fünf Jahre reduzierte

sich der Wert des Dollars gegenüber dem Renminbi um 20 Prozent. Die derzeitige – vor einem Jahr eingeleitete – Abwertungsphase hält vorerst an. Der Dollar kann durchaus noch zehn Prozent abgeben, bis er sich für eine Weile auf einem neuen Niveau einpendelt. In

der Praxis achtet China darauf, die konjunkturbedingte Inflation zu bändigen und über eine kontrollierte Aufwertung die Rohstoffpreise möglichst stabil zu halten, ohne aber seine Wettbewerbsvorteile aus der Hand zu geben. Angesichts seiner gewaltigen Dollar-Anlagen (in der Masse Schatzanweisungen) hat das Land kein sonderliches Interesse an einer Dollar-Abwertung. Die Amerikaner wiederum sind infolge ihrer grossen Finanzierungsbedürfnisse nicht daran interessiert, dass die ausländischen Zentralbanken

«Dass der Cocktail nicht nach dem Geschmack der Anleger ist, bleibt nachvollziehbar...»

für ihre Devisen andere Anlagemöglichkeiten ausfindig machen als amerikanische Regierungsanleihen. Je länger jedoch die Blockade im Kongress anhält, desto höher die Wahrscheinlichkeit, dass sich die asiatischen und arabischen Zentralbanken das nötige Savoir-faire aneignen, um ihre Bestände auch in weniger liquiden Märkten zu parkieren. Damit wächst dann aber auch die Versuchung, nicht mehr in US-Treasuries zurückzufinden. Die Diversifizierung weg vom Dollar würde sich beschleunigen.

Dieser Trend weg vom Dollar läuft, seit der unlängst verstorbene Bankier Hans J. Bär 1986 vor dem Export-Club Bayern in München einmal einen Vortrag hielt unter dem Fragezeichentitel: «Eine Welt ohne Dollar?» Die USA waren gerade mit einer Billion Dollar zum grössten Schuldnerland der Welt avanciert. Nur 20 Jahre nachdem Jean-Jacques Servan-Schreiber die Europäer mit seinem Buch «Le Défi Americain» traumatisiert und die amerikanische Dominanz ihren Zenit erreicht hatte.

Aus der seinerzeit durchaus als bedrohlich analysierten Schuldenlage versuchten sich die USA 1985 mit der auf dem legendären G-5-Meeting im Plaza Hotel in New York verabredeten Abwertung zu

befreien. Die Abwertung gelang auch. Der Dollar sank in weniger als zwölf Monaten um 40 Prozent. Aber gleichzeitig wertete er sich um 71 Prozent gegenüber den Handelspartnern auf, die heute unter dem Begriff der Emerging Markets figurieren, nämlich Mexiko, Taiwan, Korea, Hongkong und Brasilien.

Wie konnte es passieren, dass die USA in gerade 25 Jahren zum grössten Schuldnerland der Welt herabsanken? Hans J. Bär wies darauf hin, dass die Beschäftigung in der Industrie gegenüber 1967 unverändert geblieben sei, während die Zahl der Regierungsangestellten um 45 Prozent wuchs: «Verzweifelt wird heute festgestellt, dass mit einer Produktivitätszunahme im tertiären Sektor allein – das heisst mit einem grösseren Hamburger-Output pro Arbeitseinheit – die internationale Handelsschlacht eben nicht gewonnen werden kann.»

Sein Fazit: «Es ist an den Freunden Amerikas, den riesigen Kapitalfluss zur Finanzierung der amerikanischen Defizite abzubremsen – 200 Milliarden p.a. – und dem im Ausland vorherrschenden «benign neglect» ein Ende zu bereiten. Denn erst, wenn das Ausland den Amerikanern unmissverständlich signalisiert, dass es nicht mehr gewillt ist, die vorherrschende, unverantwortliche Wirtschafts- und Fiskalpolitik zu dulden, könnte in Amerika selbst eine Kehrtwendung vorgenommen werden. Die heute noch um sich greifende Desindustrialisierung kann nur aufgehalten werden durch eine nationale Bereitschaft, die eigenen ersparten Mittel wieder produktionsorientiert und langfristig anzulegen. Die nur noch sklerotische Wettbewerbsfähigkeit Amerikas kann nicht durch Wachstumspredigten an Deutschland und Japan saniert werden, sondern nur durch eine industrielle nationale Selbstbesinnung.»

Seither hat sich einzig geändert, dass die USA neue

Gläubiger ausgemacht haben, mit denen sie das gleiche Spiel wiederholen – von der Mahnung mehr zu konsumieren bis zur Aufforderung, die Währung aufzuwerten – und dass die Defizite darüber noch einmal ganz andere Proportionen angenommen haben. Die jährlichen Handelsbilanzlöcher haben längst die 500-Milliarden-Dollar-Marke überschritten; und seit 1998 ist auch der Nettozahlungsfluss von Zinsen und Dividenden negativ. Was US-Gesellschaften über ihre Töchter und ihre Investitionen weltweit erwirtschaften und in die USA zurückführen, kompensiert längst nicht mehr die Zins- und Dividendenzahlungen ans Ausland.

1999 setzte der Kongress die US Trade Deficit Review Commission ein. Ihr gehörten bekannte Namen wie Donald Rumsfeld, Robert Zoellick, Anne Krueger und Lester Thurow an. Die Weisen gelangten in ihrem am 15. November 2000 vorgelegten Bericht einhellig zu dem Schluss: «Das Handelsdefizit kann sich im Verhältnis zum Nationaleinkommen nicht endlos weiter erhöhen. Irgendwann wird sich die Situation umkehren.» Uneinig waren sich die Experten jedoch, ob mit einer harten oder einer weichen Landung zu rechnen sei. Die sechs Republikaner in der

Kommission mochten einen jähen Dollarsturz und eine rasche Defizitbehebung nicht ausschliessen, hielten sie aber für sehr unwahrscheinlich. Die sechs Demokraten wiesen dagegen auf die Grenzen der Kreditbereitschaft des Auslands hin.

Aber selbst ein Skeptiker wie

Lester Thurow mochte nicht ausschliessen, dass die USA noch weitere 20 Jahre mit ihren Defiziten leben können. Seither sind wieder elf Jahre vergangen. Insofern lag Lester Thurow richtig. 25 Jahre, nachdem Hans J. Bär das Thema angesprochen hatte, dämmert langsam auch in den USA die Einsicht, dass die Desindustrialisierung des Landes ein furchtbarer Fehler war. Dass am Ende des Tages nach der Arbeit auch Konstruktion und die begleitenden Dienstleistungen abwanderten.

Bis Industrie und Gewerbe wieder aufgebaut sind, dauert es etliche Jahre, und bis sie nennenswertes Steuersubstrat abwerfen, noch sehr viel länger. Bis es so weit ist, werden die USA über den Aussenkurs ihrer Währung stille Protektionshilfe geben. Angesichts der gewaltigen Gesamtschulden kann sich das Land keine hohen Zinsen leisten. (Auch das keine Stütze für den Dollar.) Damit bleibt ein Abbau der Haushaltsdefizite der beste Inflationsdämpfer.

Dass eine ernsthafte Konsolidierung weltweit Rückwirkungen haben wird, muss man nicht gross diskutieren. Die letzten 25 Jahre wurden getrieben von der grossen Verschuldung (privat wie öffentlich). Dieser Treiber entfällt. Aber weil der Dollar so allgegenwärtig ist – selbst wenn er unter Schwindsucht leidet –, werden wir auch damit leben müssen. Wobei die Beziehungen stürmisch bleiben. Die Schuldendiskussion zwischen den EU-Staaten ist nur ein harmloses Vorspiel zu dem, was uns erwartet, wenn die USA und China eines Tages anfangen, über eine Schuldenkonsolidierung diskutieren.

«Mit einem grösseren Hamburger-Output kann die Handelsschlacht nicht gewonnen werden.»

GELD UND GESCHICHTE

“Ah sie weint! Sie spürt ihre Tat! Um so besser!”

In «Le Prix de la Gloire, Napoléon et l'Argent», Paris 2007, schreibt Pierre Branda:

Im Budget der Zivilliste tauchten auch die Ausgaben der Kaiserin auf. Bei Josephine versuchte Napoléon gar nicht erst, sie in den Griff zu bekommen. Er hätte es auch nicht gekonnt. Grosszügigkeit und Wohltätigkeit kennzeichneten die Grandeur seiner Herrschaft, und Joséphine ging mit gutem Beispiel voran. Bei der Inventarisierung ihrer Garderobe am 30. Januar 1809 zählte man 49 grosse Hoftoiletten, 676 Kleider, 496 Foulards und Halstücher, 1132 Paar Handschuhe und 785 Paar Schuhe. Unmittelbar danach ersetzte sie den grössten Teil ihrer Garderobe und gab neue Bestellungen auf, um modisch zu bleiben. 540'000 Francs im Jahr für die Toilette reichten nicht; sie entwickelte zunehmend eine Neigung zu teurem Schmuck. In der Praxis erreichte das jährliche Budget für ihre Ausstattung knapp eine Million Francs; das entsprach dem Etat des Polizeiministeriums im Jahre 1806. Die etatmässige zugewiesenen Beträge langten jedoch nicht, das Budget auszugleichen.

Joséphine besorgte sich rundherum Geld. So tat sie sich im November 1801 mit dem Bankier Delarue zusammen, um Anleihen zu erwerben. Just vor dem Abschluss des Friedensvertrags von Amiens, von dem sie sehr wohl wusste, wann er signiert würde. Dieses Börsengeschäft brachte ihr einen Gewinn von 284'000 Francs. Im Jahre 1800 hatte sie Berthier (den Generalstabschef Napoléons und Kriegsminister) überredet, über das Militärbudget ein wertvolles Collier zu bezahlen, das Marie-Antoinette gehört hatte. Sie erwarb es, ohne Napoléon davon etwas zu sagen. Als Caroline (Bonaparte) Murat geheiratet hatte, hatte Napoléon seiner Schwester ein phantastisches Collier geschenkt, das der Königin von Frankreich gehört hatte. Joséphine konnte mit ihrer Parure nicht mithalten mit ihrer Schwägerin, die sie verabscheute. So fand sie ein Mittel, um sich für den Affront zu rächen, den sie meinte erlitten zu haben. Ihr Mann erfuhr davon nie etwas. Das galt auch für andere Auslehnungen oder ähnliche Operationen, die weniger Erfolg hatten. Zumindest tat er so, als wisse er nichts.


In ihrem Kaufrausch vergass die Kaiserin häufig, ihre Lieferanten zu zahlen. Napoléon musste ständig ihre Schulden

begleichen. Aber zehntausende von Franken für den Modehändler Leroy oder für Spitzen aus dem Haus Le Sueur zu zahlen, war kaum nach seinem Geschmack... Ende 1805 schuldete Joséphine 58 Lieferanten in Paris nicht weniger als 650'000 Francs. Angesichts dieses «Bankrotts» kamen ihr vor ihren Gesellschaftsdamen die Tränen. Der Kaiser erfuhr davon (was auch die Absicht war) und schickte Duroc (den Hofmarschall), um sich zu vergewissern. Duroc bestätigte, dass es um die Schulden ging. «Ah sie weint! Sie spürt ihre Tat! Umso besser! Aber sie werden sehen, dass ihre Schulden enorm sind. Sie ist imstande, eine Million durchzulassen», schnaubte Napoléon. Als er den Betrag erfuhr, wurde er furiös: «Das ist skandalös für diese elenden Fetzen und noch schlimmer, sich von einem Haufen Strolche bestehen zu lassen. Ich muss den und den davonjagen; man muss dem und dem Händler klarmachen, sich nie bei mir zu zeigen.» Er nahm sich vor, seine Frau auszuschimpfen. Aber sobald er in ihrer Nähe war, begnügte er sich mit ein paar schüchternen Andeutungen und murmelte schliesslich: «Also

«Berthier überredet, das Collier über das Militärbudget zu zahlen...»

Joséphine, meine Kleine, nicht weinen, beruhige Dich doch.» Und die Schulden wurden bezahlt. Auch wenn er sich aufregte, kam er am Ende doch immer für die Budgetüberschreitungen derer auf, die wahrscheinlich seine grosse

Liebe war und blieb.

Es gab noch zwei andere Schuldenbegleichungen der «Unvergleichlichen»: eine aus dem Jahre 1807 über 391'000 Francs und eine andere Anfang 1810 über 944'428 Francs (bei 1'400'000 budgetierten), um die Konti nach der Scheidung zu saldieren. Mit der Ankunft Marie-Louises hätte man meinen können, dass das Budget der Zivilliste deutlich kleiner geworden wäre. Dem war aber nicht so. In sieben Jahren hatte Joséphine in den Budgets des Konsuls und Kaisers für die bewilligten Kleiderspesen und Zuwendungen 6,3 Millionen Francs in Anspruch genommen, knapp 900'000 Francs pro Jahr... Auch wenn weniger Modehändler Marie-Louises Tür belagerten, so gab es noch die Maler und Juweliere, was keinen grossen Unterschied machte. Joséphines «verrückte» Ausgaben fügten sich in einen Rahmen, der auf jeden Fall grandios angelegt war. Insofern waren die Überschreitungen nur eine kleine Ausschweifung eines kaiserlichen Systems, das die Welt beeindrucken wollte. 



WEALTH MANAGEMENT AG