

CHECK-UP

KUNDENINFORMATION DER REICHMUTH & CO, INTEGRALE VERMÖGENSVERWALTUNG AG, MÜNCHEN

D-80538 MÜNCHEN MAXIMILIANSTRASSE 52 TELEFON +49 89 998 10 70 WWW.REICHMUTHCO.DE MAI 2012

EDITORIAL

«Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich». Mark Twains Worte in den Ohren analysierten wir historische Wirtschaftskrisen mit dem Ziel, sich reimende Beispiele für die Probleme der aktuellen «Globalen Finanz-Krise» zu finden, um Lehren und Konsequenzen abzuleiten. Die Ergebnisse finden Sie auf den letzten beiden Seiten.

Europa muss endlich Lösungen statt Rettungsschirme erarbeiten. Die bevorstehenden Wahlen in Frankreich und nächstes Jahr in Deutschland werden richtungsweisend, auch für uns Vermögensverwalter.

«Freiwillig» wird neu gedeutet. Die Gläubiger Griechenlands verzichten «freiwillig» auf ihre Guthaben, und wir Schweizer arbeiten «freiwillig» an der Abschaffung des Bankgeheimnisses. Wann besinnen wir uns wieder auf die liberalen Grundsätze als Basis des westlichen Wohlstands? Funktionierende Märkte und Wettbewerb sind besser für die Ressourcenallokation als Staatsinterventionismus. Letzterer hat nie zu Wohlstand geführt – aber «vice versa».



Karl Reichmuth
unbeschränkt haftender Gesellschafter

VON DER RETTUNG ZUR LÖSUNG ZEITFENSTER FÜR EXPERIMENTE

Bereits stehen wir im Jahr 5 der «Globalen Finanz-Krise», und immer neue und grössere Rettungs-Pakete werden geschnürt. Südeuropa erinnert an einen Schmelbrand, den die europäische Zentralbank mit z.T. unkonventionellen Methoden zu löschen versucht. Die Politiker versprechen Lösungen, bringen es aber kaum über immer grössere Rettungsschirme. Es wird Zeit, Lösungen anzustreben. Der erste Versuch mit dem «freiwilligen» Schuldenschnitt für Griechenland hatte nach zweijähriger Akklimatisierung keine grossen Ansteckungseffekte. Das stimmt zuversichtlich.

Feste Wechselkurse sind Hauptfaktor für «Boom und Bust» (Auf- und Abschwung)

Das Musterbeispiel ist Hong Kong, wo die US Geldpolitik ganz direkt wirkt. Im Nachgang der Asienkrise 1997 fielen die meisten asiatischen Währungen stark, ausser dem HKD. Aufgrund der vergleichsweise überhöhten Währung fiel Hong Kong in eine schwere Deflation. Ähnliches läuft in Südeuropa ab. Dank dem festen Wechselkurs – eben dem EUR – waren die Geldzuflüsse hoch und der Boom entsprechend stark. Doch plötzlich versiegte der Geldstrom, die Kräfte wirkten umgekehrt. Die Demokratien Südeuropas werden kaum eine ähnlich dramatische Preisanpassung nach unten durchstehen wie Hong Kong.

Südeuropa ist in einer Zwillingskrise

Zwillingskrisen kommen typischerweise in Schwellenländern vor. Es sind zu hohe Schulden in Kombination mit einer Bankenkrise. Sie enden meist mit einer Währungsabwertung, Strukturreformen und einer Umschuldung. Beispiele gibt es viele und praktisch immer standen die Aktienmärkte der betroffenen Länder bis zur Abwertung unter Druck. Gründe waren die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit und ein Abfliessen der Spargelder ins Ausland, wie es heute in den südeuropäischen Ländern zu beobachten ist. Nach der Abwertung fielen die Aktienmärkte in Nominalwährung kaum mehr. Für Ausländer kamen allerdings Abwertungsverluste hinzu. Anschliessend ergaben sich aufgrund des abwertungsinduzierten Konjunkturaufschwungs grosse Chancen.

Südeuropa meiden

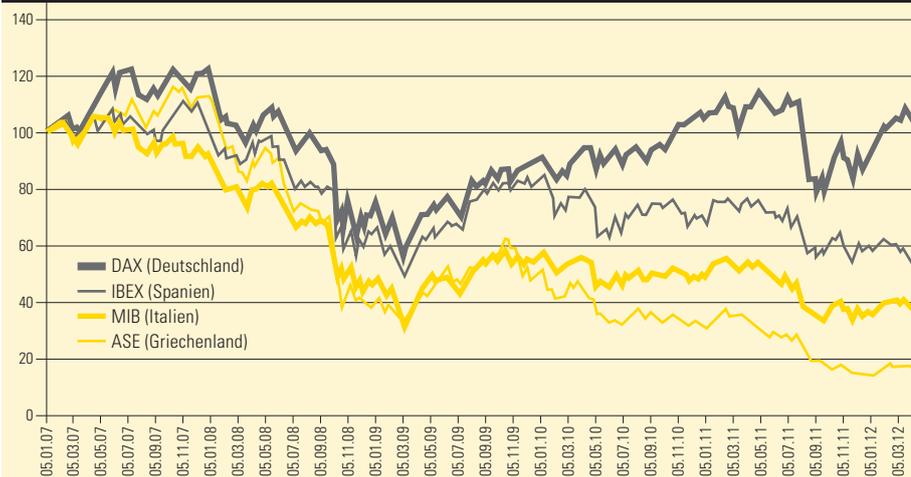
Deshalb meiden wir nach wie vor südeuropäische Anlagen, obwohl sie bereits sehr günstig aussehen. Es ist aber

Fortsetzung nächste Seite

I N H A L T

- 3 Unsere Denk-Szenarien im Überblick
- 3 «Bausteinkonzept» Portfolio der Zukunft
- 4 Anlagepolitik
- 5 Marktperspektiven
- 6 Anspruchsvolle Währungsallokation
- 7 Lehren aus historischen Wirtschaftskrisen
- 8 Videoaufzeichnung Fach-Anlass

AKTIENMÄRKTE VON ZWILLINGSKRISENLÄNDERN SIND UNTER DRUCK



Quelle: Bloomberg

möglich, dass die Zwillingskrisen in Südeuropa als Drillingskrisen enden. Das würde Austritte aus dem EUR mit starker Abwertung bedeuten. Die Wettbewerbsfähigkeit würde dann nach einer turbulenten Phase rasch wiederhergestellt sein. Der aktuelle Depressionsdruck wäre zu Ende – die Verluste würden von den Gläubigern getragen!

Ist Griechenland wichtig?

Aufgrund seiner Größe ist Griechenland unbedeutend. Doch glauben wir, dass wir am Beispiel Griechenland erkennen können, ob der politische Wille für den Zusammenhalt der Eurozone auf Gedeih und Verderb gilt, oder ob die wirtschaftliche Realität nicht doch stärker ist als politisches Wunschdenken.

EUR auf Gedeih und Verderb?

Wenn ja, wenn also kein Land den EUR verlassen muss oder kann, dann wirken die südeuropäischen Probleme nicht isoliert dort, sondern gesamteuropäisch. Hohe Transferzahlungen und ein schwächerer EUR wären unausweichlich. Aufgrund der SNB-Untergrenze würde auch der CHF entsprechend schwach. Sie fragen gegen was? Gute Frage; wir nehmen an gegen USD, asiatische Währungen und Gold.

EUR Austritt als Musterbeispiel

Ein Denkszenario wäre der Austritt von z.B. Griechenland. Das würde am besten nach den Wahlen in Frankreich und

genügend lange vor den Wahlen in Deutschland 2013 geschehen. Als Zeitfenster bietet sich dieser Sommer an. Dieses Szenario ginge so: Die EU würde Griechenland attestieren, ein wichtiges Land der EU zu sein und bereits vieles gemacht zu haben. Aber um wieder auf die Beine zu kommen, und der Jugend in Griechenland eine Zukunft zu geben, sei der Austritt Griechenlands aus dem EUR angezeigt. Der Wechselkurs der Drachme würde einfach dem Markt überlassen und um rund 50% - 70% fallen. Die Banken würden verstaatlicht, die Staatsanleihen restrukturiert und die EU müsste die Rettungspakete zu Wiederaufbauhilfe umfunktionieren. Aufgrund der Größe Griechenlands wäre das zu schaffen. Es könnte – sofern erfolgreich – später als Muster für weitere EUR Austritte dienen.

Vorübergehende Ansteckungseffekte

In einem solchen Fall hätten wir europaweit mit Ansteckungseffekten zu rechnen. Sofort würde die Frage nach Portugal, Irland, ja auch Italien und Spanien gestellt. Die Unsicherheit würde viele Aktienmärkte vorübergehend um vielleicht 15-25% einbrechen lassen. Aber es wäre ein Schritt hin zu Lösungen, weg von blosser Symptombehandlung. Obwohl diese These wenig wahrscheinlich ist, scheint sie uns möglich genug, um vorübergehend die Aktienmarktrisiken teilweise abzusichern. Das mache ich nicht bei meinen Kin-

dern, bei denen ein vorübergehender Einbruch wenig Unruhe stiftet. Für längerfristige Anleger sind und bleiben wir sehr positiv auf Dividendenpapiere.

Stagflation im Westen

Abgesehen von Südeuropa erachten wir weiterhin das Szenario Stagflation als am wahrscheinlichsten. Die Bankenkrise 2008 hatte alle Zutaten für eine Wiederholung der Depression der 30er Jahre. Doch dieses Mal reagierten die Zentralbanken, und zwar stark. Sie waren an keine Golddeckung gebunden. Deswegen konnte die Deflationsspirale verhindert werden. Die Kehrseite der Medaille ist, dass keine Strukturbereinigung vollzogen wurde und jetzt kaum Wachstumsimpulse zu erkennen sind. Deshalb erwarten wir einige Jahre mit unterdurchschnittlichen Wachstumszahlen und höherer Inflation.

Was raten wir?

Wir bleiben überzeugt, in diesem Umfeld sind Aktien von grosskapitalisierten Unternehmen nach wie vor die beste Wahl. Ähnliche Krisenzeiten haben sie stets am besten überstanden. Sie sind zwar volatil, nehmen Sie das gelassen hin, solange sich an den Grundannahmen nichts ändert. Meiden Sie Südeuropa bis diese Region wettbewerbsfähiger wird. Weiter zu meiden sind langfristige Anleihen. Das Risiko, aufgrund von höheren Zinsen auf Obligationen Kursverluste zu erleiden oder über Inflation enteignet zu werden, war noch selten so hoch wie heute. Edelmetalle halten wir, bis entweder die Zentralbanken von ihrer extremen Geldpolitik abkehren, oder die Realzinsen zu steigen beginnen.



Christoph Schwarz
Vorstand, Reichmuth & Co. AG

UNSERE DENK-SZENARIEN IM ÜBERBLICK

WIE WIR DIE ZUKUNFT EINSCHÄTZEN

VERUNSICHERUNG	STAGFLATION	ZUSPITZUNG DER KRISE	NEUAUFBRUCH
<p>Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Finanzkrise hält an. Unterschiedliche Meinungen über die zu treffenden Massnahmen: anhaltend expansive Geldpolitik in USA/England, Sparpolitik in Euroland. Probleme werden dadurch nicht behoben, sondern nur in die Zukunft verschoben.</p> <p>Das Wirtschaftswachstum bleibt gut in den Schwellenländern, verhalten in den USA und Nordeuropa sowie negativ in Südeuropa. Zinssätze bleiben nahe bei Null. Inflation kommt noch nicht auf, im Gegenteil: temporäre Deflation in Südeuropa (wegen Sparpolitik) und in der Schweiz (aufgrund des hohen CHF).</p>	<p>Die Zentralbanken bleiben expansiv und finanzieren damit mehr oder weniger offen die Staatsdefizite. Die Staaten greifen verstärkt in die Wirtschaft ein, z.B. via Regulierungen, Steuererhöhungen. Das Finanzsystem ist einigermaßen stabil. Das Wirtschaftswachstum bleibt tief und wird in einigen Ländern sogar negativ. Die Inflation beginnt zu steigen; zugleich halten die Zentralbanken die Zinsen (auch die langfristigen) künstlich tief. Die negativen Realzinsen führen zu Flucht in Sachwerte. Die höhere Inflation entschärft mit der Zeit das Schuldenproblem; Staatsbankrotte können vermieden werden.</p>	<p>Staatsdefizite können nur ungenügend reduziert werden. Das Vertrauen schwindet total, die Risikozuschläge steigen und mehrere Länder werden zahlungsunfähig. Die Spannungen in der Eurozone führen zum Austritt einiger Länder aus dem EUR. Wiederaufflammen der Bankenkrise. SNB gibt Limite EUR/CHF von 1.20 auf. Gold steigt nochmals massiv. Das Wirtschaftswachstum wird weltweit negativ: Depression. Zunehmende Staatseingriffe in die Wirtschaft: Verstaatlichungen (speziell von Banken und Versicherungen), Kapitalverkehrskontrollen, beorderte «Bank holidays», Protektionismus.</p>	<p>Die Staatsdefizite werden massiv reduziert. Kürzungen der Sozialausgaben werden von der Bevölkerung akzeptiert. Allgemeiner Zukunftsoptimismus führt zu neuem Wirtschaftsaufschwung: steigende Investitionen der Unternehmen, Vermögende stellen mehr Risikokapital zur Verfügung, Arbeitslosigkeit sinkt. Die riesigen Geldmengen beginnen zu zirkulieren, werden aber von den Zentralbanken rasch abgeschöpft, so dass kaum Inflation entsteht. Die hohen Staatsschulden können dank neuem Wachstum zügig reduziert werden.</p>
<p>ANLAGEIDEEN: Aktien mit guter Dividende von global tätigen Firmen (keine südeuropäischen Titel) Emerging Markets Gold, Silber Selektiv Hedge Funds</p>	<p>ANLAGEIDEEN: Inflationsindexierte Anleihen Aktien mit guter Dividende von global tätigen Firmen Immobilien Gold, Silber Selektiv Hedge Funds</p>	<p>ANLAGEIDEEN: Kasse CHF Aktien nur beste Qualität Gold, Silber</p>	<p>ANLAGEIDEEN: Zyklische Aktien Emerging Markets Immobilien Rohstoffe Selektiv Hedge Funds</p>
Erwartung 12 Mt. 40%	Erwartung 12 Mt. 40%	Erwartung 12 Mt. 20%	Erwartung 12 Mt. 0%
Erwartung 24 Mt. 25%	Erwartung 24 Mt. 50%	Erwartung 24 Mt. 20%	Erwartung 24 Mt. 5%
Erwartung 36 Mt. 10%	Erwartung 36 Mt. 60%	Erwartung 36 Mt. 20%	Erwartung 36 Mt. 10%

BAUSTEINKONZEPT «PORTFOLIO DER ZUKUNFT»

DIVERSIFIZIERT UND ZUKUNFTSORIENTIERT – ANGEPA SST ANS MARKTUMFELD

BSP	BAUSTEIN	**TOPF 1: VERPFLICHTUNGEN	**TOPF 2: WERTERHALT	**TOPF 3: CHANCEN NUTZEN	RENDITE*	VOLATILITÄT*
35%	Festverzinsliche Anlagen	Geldmarktanlagen oder Kasse in Heimwährung			0-1%	1%
		Kurze Obligationen in EUR und NOK	Inflationsindexierte Staatsanleihen in EUR, CAD un SEK		0-2%	5%
5%	Strukturierte			Asien FX gegen EUR	4-8%	8%
35%	Aktien		Aktien mit hohen Dividenden und tiefer Bewertung aus den Bereichen Nahrung, Energie, Pharma, Telecom	Zyklische Aktien Emerging Markets Goldminenaktien	4-8%	15%
5%	Immobilienaktien		Deutschland	Asien REITs	4-8%	15%
15%	Alternative Anlagen		Offene Immofonds D, Nordeuropa Rohstoffe, Reits		6-10%	< 10%
					10-15%	< 15%
5%	Edelmetalle		Gold physisch oder ETF	Silber ETF	8-10%	15%
Total					3-6%	ca. 6%

*Erwartungen über einen 5-Jahres Durchschnitt – keine Garantie

**Mehr zum 3-Töpfe Konzept auf S. 8 des Check-Up vom Sep 2011. Auf Anfrage stellen wir Ihnen den Artikel gerne zu oder auf www.reichmuthco.ch

ANLAGEPOLITIK

MAI 2012

BASIS	CH	EU	USA	J	CHINA
Kaufkraftparitäten		1.39	0.99	1.12	
Konjunktur (BIP-Wachstum)		N S			
heute	1.3%	0.7%	1.6%	-0.6%	8.1%
1 Jahr	↘	→ ↘	→	↗	↘
3 Jahre	→	→ ↗	→	↗	↘
Inflation		N S			
heute	-1.0%	2.7%	2.9%	0.3%	3.6%
1 Jahr	↗	↗ ↘	→	→	→
3 Jahre	2.0%	4.0% 8.0%	5.0%	2.0%	6.0%
Aktienmarkt	SPI	DAX	S&P 500	TOPIX	HSCEI
Kurs/Umsatz	1.45	0.61	1.34	0.48	0.9
Dividendenrendite	2.3	4.1	2.0	2.2	3.1
Kurs/Buchwert	1.8	1.3	2.2	1.0	1.5
Kurs/Gewinnverhältnis aktuell	17	14	14	30	9
Kurs/Gewinnverhältnis geschätzt	13	11	13	14	8

PROGNOSEN	CH	EU	USA	J	CHINA
Geldmarkt (3 Monate)		N S			
heute	0.1%	0.8%	0.5%	0.2%	3.1%
1 Jahr	→	→ ↑	→	→	→
Swapsätze (10 Jahre)		N S			
heute	1.1%	2.2%	2.1%	1.0%	n.a.
1 Jahr	→	→ ↑	→	→	
3 Jahre	↗	↗ ↗	↗	↗	
Währungen	N S				
heute	1.2		0.92	1.12	0.15
1 Jahr	↗ ↘		↗	→	↗
3 Jahre	↗ ↘		→	→	↗
Aktienmarkt	SPI	DAX	S&P 500	TOPIX	HSCEI
heute	5'700	6'787	1'388	803	10'795
1 Jahr	→	→	→	→	→
3 Jahre	↗	→	↗	↗	↗
Immobilienmarkt	→	↘	↗	→	→

Legende: ↗ = steigend ↑ = stark steigend → = gleichbleibend ↘ = fallend
N = Nordeuropa **S** = Südeuropa

Stichtag: 17. April 2012

MARKTPERSPEKTIVEN

2. TRIMESTER 2012

WÄHRUNGEN

Die Wechselkurse der Hauptwährungen dürften sich in den nächsten Monaten wie schon seit Jahresbeginn etwa auf den jetzigen Niveaus halten. Der CHF ist zwar kaufkraftmässig überbewertet, wird dies aber wegen der ausgeglichenen Staatsfinanzen und des hohen Ertragsbilanzüberschusses der Schweiz wohl bleiben.

Die Bewegungen der Wechselkurse sind zwar klein, die Relationen sind aber in einem labilen Gleichgewicht. EUR/USD ist sehr volatil, da die anhaltend hohen Defizite und weiter steigenden Staatsschulden der südeuropäischen Länder immer wieder für Unsicherheit über die Zukunft des EUR und entsprechend hohe Kursausschläge sorgen; sollten alle schwachen Länder in der Eurozone verbleiben und die Schulden mehr und mehr monetisiert werden, wird der EUR zur Schwäche neigen. EUR/CHF ist dank der von der Schweizerischen Nationalbank garantierten Limite von CHF 1.20 recht stabil. Der Kurs wird sich in nächster Zeit weiter knapp über dieser Limite halten. Aber es wäre vermessen, auch auf lange Sicht auf diese Garantie zu zählen. Der JPY schwächte sich als einzige Währung seit Jahresbeginn aufgrund massiver Interventionen der Bank of Japan deutlich ab, hat sich zuletzt aber bereits wieder etwas erholt und dürfte in nächster Zeit etwa auf der heutigen Relation zum USD bleiben. Die übrigen asiatischen Währungen, insbesondere die chinesische Währung CNY, sind seit langem unterbewertet. Es wird aber immer wahrscheinlicher, dass der Ausgleich der Unterbewertungen nicht über entsprechende Aufwertungen, sondern zumindest teilweise über höhere Inflationsraten erfolgen wird.

ZINSSÄTZE

Die Zinssätze sind nach wie vor sehr tief. Die Zentralbanken halten an ihrer extrem expansiven Geldpolitik fest, da das Vertrauen in die Finanzmärkte gestört ist, das wirtschaftliche Wachstum sehr verhalten bleibt und noch keine Inflationsgefahr besteht. Auf lange Sicht ist mit allmählich steigenden Zinssätzen zu rechnen.

Die hohen Risikozuschläge für viele Staaten und Banken zwingen die Zentralbanken dazu, ihre expansive Geldpolitik beizubehalten, da sonst die schleichende Finanzkrise wieder offen ausbrechen und gravierende Auswirkungen auf die Wirtschaftslage haben würde. Solange die Wirtschaft nur verhalten läuft und insbesondere die Arbeitslosenraten sehr hoch bleiben, führt die lockere Geldpolitik noch nicht zu höherer Inflation, da die schwachen Gewerkschaften keine starken Lohnerhöhungen durchsetzen können und daher die Lohnkosten als wichtigster Kostenfaktor in der Produktion von Gütern tief bleiben. Die Auswirkungen der hohen Geldmengen zunehmen zeigen sich also bisher weniger in den Konsumentenpreisen als vielmehr in den Preisen für Gold und andere Edelmetalle, Rohstoffe, Immobilien, Luxusgüter usw. Auf lange Sicht dürften aber auch die Konsumentenpreise rascher steigen. Dies wird, wegen der finanziellen Repression wahrscheinlich mit Verzögerung, die Zinssätze allmählich nach oben treiben.

Viele Staaten und Banken vor allem in Südeuropa müssen hohe Risikozuschläge auf die tiefen Basiszinssätze bezahlen, soweit sie überhaupt neue Gelder erhalten. Wie sich diese auf lange Sicht unhaltbare Situation der kritischen Schuldner normalisieren wird, ist heute schwierig zu sagen.

AKTIENMÄRKTE

Die Aktienmärkte haben das Jahr freundlich begonnen und tendieren jetzt seitwärts. Die weiter schwelende Finanzkrise bleibt ein negativer Einflussfaktor, aber die Kurse sind gut abgesichert durch die nach den fundamentalen Kennzahlen tiefe Bewertung der Aktien. Die Kurse dürften zu nächst weiter konsolidieren; auf längere Sicht sollte sich aber ein aufwärts gerichteter Trend durchsetzen.

Die Aktienmärkte sind generell nicht teuer. Aktien von erstklassigen Gesellschaften in defensiven Branchen, die attraktiv bewertet sind (u.a. tiefes Kurs/Gewinn-Verhältnis, hohe Dividendenrendite) gehören nach wie vor zu den bevorzugten Kapitalanlagen. Sie bringen einen guten laufenden Ertrag, sind wenig konjunkturabhängig und bieten, als Realwerte, Schutz vor einem möglichen Wiederaufflammen der Inflation. Daneben offerieren auch andere Segmente der Aktienmärkte interessante Gewinnchancen, aber mit höheren Risiken: Aktien aus dem Finanzsektor, insbesondere in den Krisenländern, sind sehr stark gefallen und könnten bei einer Überwindung der Finanzkrise massiv steigen, Aktien von Rohstoff- und Edelmetallproduzenten sind verglichen mit den Rohstoffpreisen oder dem Goldpreis sehr attraktiv bewertet, Immobilienaktien werden in den meisten Ländern (nicht aber in der Schweiz) deutlich unter ihrem inneren Wert gehandelt und haben daher, speziell bei einem Wiederanstieg der Immobilienpreise, hohes Kurssteigerungspotenzial.



Axel R. Dresler

ANSPRUCHSVOLLE WÄHRUNGSAKZIOATION

WÄHRUNGEN SIND TEIL DER ANLAGESTRATEGIE

Man soll in einer günstigen Währung günstige Anlagen kaufen. Das ist ein erfolgreiches Grundkonzept – es ist allerdings nicht ganz einfach umzusetzen. Welche Währung ist günstig? Aus CHF Sicht grundsätzlich jede, denn der CHF ist viel zu teuer. Deshalb empfehlen wir hohe Fremdwährungsakzioationen für CHF Anleger.

Währungsanpassung über Inflation

Wechselkursverzerrungen können über Kursänderungen oder aber über Inflation bereinigt werden. Wenn z.B. der «faire» Wechselkurs des CHF gegenüber dem EUR 1.40 wäre und die Inflationsdifferenz zwischen der Schweiz und der Eurozone bei rund 2-3% bliebe, dann würde dieser «faire» Kurs jedes Jahr um 2-3% fallen und wäre in rund 5 Jahren auf 1.20, dem Niveau der heuti-

gen Untergrenze der Schweizerischen Nationalbank. Doch ähnlich wie in den 80er Jahren, nach der damaligen Intervention der Schweizerischen Nationalbank, erwarten wir eine Verengung oder vorübergehende Umkehr der Inflationsdifferenzen. Deshalb rechnen wir mittelfristig mit einem leicht stärkeren EUR gegenüber dem CHF.

Asiatische Währungen sind günstig

Auch hier ist die Inflationsentwicklung wichtig. Viele asiatische Länder haben nicht nur konjunkturell, sondern auch strukturell höhere Inflation. Dadurch wird ein Teil der immer noch grossen Unterbewertung über Zeit durch Inflation aufgefressen. Trotzdem erwarten wir auch nominelle Aufwertungen und empfehlen noch immer, einen Teil in asiatischen Währungen zu halten.

EMPFEHLUNGEN FÜR DIE WÄHRUNGSAKZIOATION

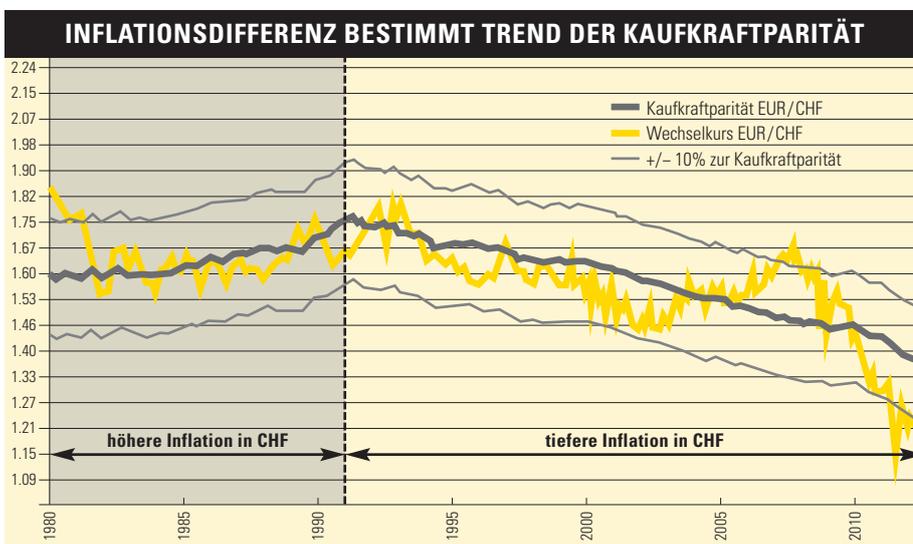
Ref. Whg	CHF	EUR	USD
CHF	50	5	2
EUR	10	50	3
USD	10	15	70
SEK	5	5	5
NOK	5	5	5
CAD	5	5	5
Asien	15	15	10

Welche Währungen sind attraktiv?

Attraktiv erachten wir im aktuellen Umfeld die Währungen NOK, SEK, CAD und SGD. Diese Volkswirtschaften verfügen über gesunde Staatshaushalte und eine vergleichsweise tiefe Verschuldung. Diese Währungsräume sind allerdings verhältnismässig klein. Entsprechend kann eine zu schnelle Aufwertung dieser Währungen wie in der Schweiz Interventionen der lokalen Zentralbanken auslösen. Wir empfehlen, einen Teil der Fremdwährungen gleichmässig in diesen Währungen zu halten.



Armin Micheli



Quelle: NDR

WELCHE INFLATIONSAKZIOATIONEN SIND RICHTIG?

Inflation bezeichnet einen generellen Preisanstieg. Die Konsumentenpreise sind als Inflationsindex am weitesten verbreitet. Das ist ein Güterkorb, welcher je nach Land unterschiedlich zusammengesetzt ist. Einzelne Länder, v.a. die USA fokussieren gerne auf die Kerninflation, welche Nahrungsmittel- und Energiepreise herausrechnet. Dies tun sie mit der Be-

gründung, diese Preise seien zu zyklisch und verfälschten deshalb den Trend.

Gesunder Menschenverstand vor Dogmatismus

Auch hier gilt es, die Zahlen wenig dogmatisch zu behandeln und zu hinterfragen. Aus unserer Sicht ist die offizielle Inflation in USA mit +2.7% eher unter-

schätzt. Doch die «Schattenrechnung», welche die US Inflation nach der 1980 gültigen Berechnungsmethode bei über 10% darstellt (www.shadowstats.com), ist wohl ebenfalls zu hoch. Klar scheint einzig, dass die Inflation weltweit – mit einzelnen Ausnahmen – über den 10 Jahreszinssätzen liegt. Wir positionieren die Portfolios deshalb entsprechend.

LEHREN AUS HISTORISCHEN WIRTSCHAFTSKRISEN FÜR UNSERE ZUKUNFTSORIENTIERTE ANLAGESTRATEGIE

In unserem Auftrag erstellte Dr. Tobias Straumann, der renommierte Wirtschaftshistoriker der Universitäten Zürich und Basel, eine Typologisierung der historischen Krisen und analysierte, wie sich die verschiedenen Anlageklassen in einer entsprechenden Krise verhielten. Unsere Aufgabe war es, auf der Grundlage seiner Analysen die entsprechenden Lehren und Konsequenzen zu ziehen. Die Ergebnisse fassen wir hier vereinfacht für Sie zusammen:

Krisen-Typen

1. Hyperinflation

(z.B. Weimarer Republik 1922-23): Eine typische Krise nach Kriegen. Damals wurden die massiven Kriegsschulden über Monetarisierung (Geld drucken) bezahlt. Die enorme Geldmengenausweitung zerstörte letztlich das lokale Geldwesen und führte zu Hyperinflation. Solche Krisen enden typischerweise mit einer Währungsreform.

2. Depression

(z.B. USA 1929-33): In den der Depression vorangehenden Boomjahren wurden massive Schulden aufgebaut. Diese waren bei der anschließenden Wirtschaftsabschwächung nicht mehr tragbar und mussten abgebaut werden («Deleveraging» oder «Balance Sheet Recession»). Aufgrund des damals herrschenden Goldstandards war die Zentralbank hinsichtlich ihrer Geldpolitik zu Passivität gezwungen. Die Folgen waren eine Bankenkrise, Zwangsverkäufe, einbrechende Aktienmärkte, sowie ein starker Investitions- und Konsumrückgang. Durch die sinkenden Preise stieg die Schuldenlast prozentual weiter an (negative Spirale). Solche Krisen mit negativer Abwärtsbewe-

gung können nur durch eine Währungsabwertung, Bankensanierung und Reflation (=Geld drucken) gestoppt werden.

3. Zwillings-/Drillingskrise

(z.B. Asien 1997, Russland 1998, Argentinien 2001): Eine Zwillingskrise ist die Kombination von Banken- und Schuldenkrise. Der wirtschaftliche Aufschwung wurde weitgehend via ausländisches Kapital finanziert. Die lokale Währung wurde gegenüber den grossen Währungen (meist USD) fixiert oder stabil gehalten. Eine Konjunkturabschwächung führte zu einem abrupten Stopp der Kapitalflüsse («sudden stop»), einem Kollaps der lokalen Wirtschaft und Kreditausfällen bei Banken. Die Folgen waren Bankensanierungen und ein starker Anstieg der privaten und staatlichen Verschuldung. Letztlich sind sowohl Private wie auch der Staat zahlungsunfähig. Solche Krisen enden meist mit einer Kombina-

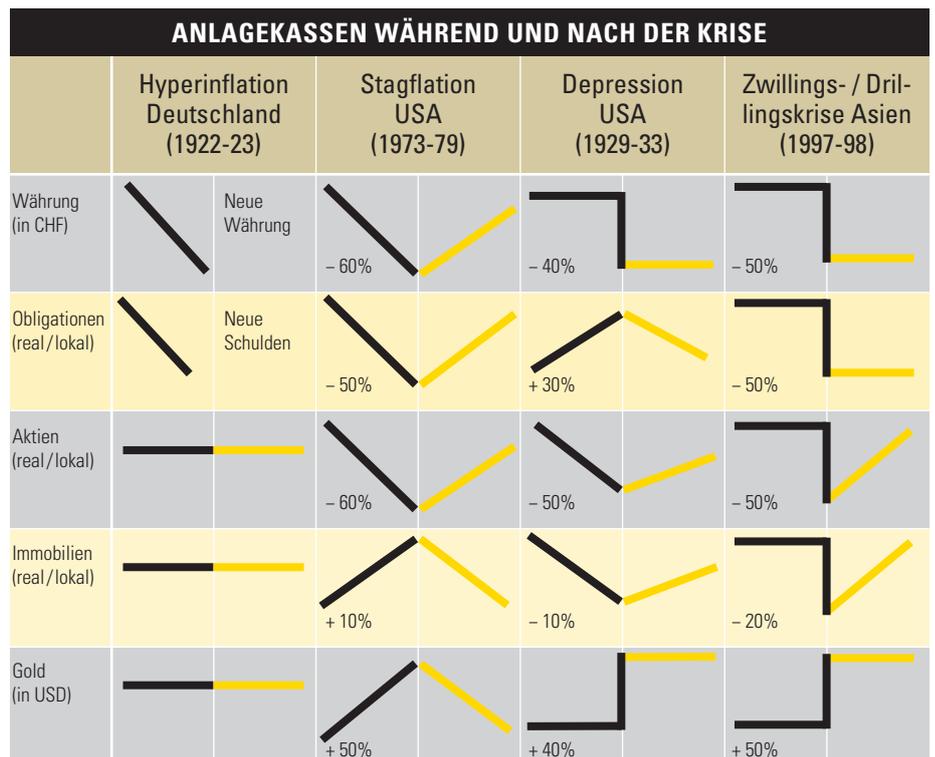
tion von Währungsabwertung (=Drillingskrise), Strukturreformen, Umschuldungen und sprunghaftem Anstieg der Inflation.

4. Stagflation

(z.B. USA 1973-1979): Eine Stagflation ist eine Kombination aus Rezession (schwaches, z.T. negatives Wirtschaftswachstum) mit höheren Inflationsraten. Das schwache Wirtschaftswachstum wurde damals mit einer expansiven Geldpolitik bekämpft. Diese führte letztlich zu einer sukzessiven Abschwächung des USD und einer Erhöhung der Inflation. Solche Krisen enden mit Strukturreformen und einer Normalisierung der Geldpolitik.

Entwicklung der Anlageklassen

In der nachfolgenden Grafik ist die Entwicklung der Anlageklassen während und nach der jeweiligen Krise dargestellt. Am vorteilhaftesten aus Sicht der betroffenen Länder schneiden Realwer-



Quelle: Dr. Tobias Straumann

te, insbesondere Edelmetalle und Aktien ab. Nur in einer Depression sind Aktien zu meiden. Nominalwerte in lokalen Währungen der betroffenen Länder waren die grossen Verlierer.

Lehren aus der Geschichte

Zuerst gilt es, Probleme zu erkennen und potenzielle Ansteckungsherde zu identifizieren. Typische Anzeichen für Probleme sind: Anstieg der Verschuldung, schwindende Währungsreserven, ein aus Sicht der Wirtschaftsleistung ungerechtfertigter Wechselkurs, etc. Bei fixen Wechselkursen sind wirtschaftliche Ungleichgewichte vor allem aus der Entwicklung der Handelsbilanz erkennbar. Anschliessend gilt es zu erkennen, ob eine Krise in einem Land andere Länder anstecken könnte.

Wie oben ersichtlich kann der Anleger erst gegen Ende einer Krise von dieser profitieren; während der Krise gilt es Risiken zu meiden. Das heisst, während einer Krise sollte kein Vermögen – weder Nominal- noch Realwerte – im Krisenland, und schon gar nicht in deren Bankensystem, gehalten werden. Erst nach dem erkennbaren Ende der Krise, also wenn Lösungen an den Ursachen ansetzen, können Chancen genutzt werden. Wie dargelegt, gehören Währungsabwertungen, Strukturreformen, Bankensanierungen und Schuldenrestrukturierungen zu den typischen Lösungen für eine Krise. Als Folge kommt es oft zu einem abwer-

tungsinduzierten Boom.

Konsequenzen für die Anlagestrategie

Eine vereinfachte Handlungsempfehlung für die jeweiligen Krisen sieht wie folgt aus.

KONSEQUENZEN FÜR EINE ZUKUNFTSORIENTIERTE ANLAGESTRATEGIE			
	Übergewichten	Durchstehen	Meiden
Hyperinflation	Gold im Ausland Langfristig Verschulden	Aktien Immobilien	Cash Obligationen
Währungsreform	Gold im Ausland Ausländische Aktien	Aktien, die schwierige Phase überstehen	Cash Obligationen
Depression	Cash kurze Obligationen (nur Top Schuldner)		Langfristige Schulden
Zwillings- Drillingskrise	Gold im Ausland	Ausländische Aktien	Cash Obligationen
Finanz- repression	Gold	Aktien Immobilien	Papiere mit Enteignungsgefahr
Stagflation	Gold Dividenden-Aktien	Zyklische Aktien	Cash Obligationen

Quelle: eigene Darstellung

Wo stehen wir heute?

Im Augenblick erkennen wir keine Hyperinflation und auch keine Währungsreform. In den USA sind wir bereits aus dem Stadium einer möglichen Depression hinaus und bewegen uns in Richtung Stagflation. Dasselbe erwarten wir in Nordeuropa. In Südeuropa haben wir bereits eine Zwillingskrise, welche sich aufgrund der Zugehörigkeit zum EUR zu einer starken Rezession/Depression entwickelt. In diesen Ländern

erwarten wir eher eine Entwicklung in Richtung Drillingskrise, wie im Leitartikel begründet. Wie sich diese «Globale Finanz-Krise» weiterentwickelt, ist noch nicht abschliessend klar. Dies zu beobachten und entsprechenden Hand-

lungsbedarf frühzeitig zu erkennen, bleibt unsere Aufgabe und war Motivation zu dieser Geschichts-Analyse. Für Fragen und Anregungen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.



Patrick Erne, CFA Dr. Ricardo Cordero

VIDEOAUFZEICHNUNG FACH-ANLASS

«LEHREN AUS HISTORISCHEN WIRTSCHAFTSKRISEN»

Die im April durchgeführten Fach-Anlässe stiessen auf reges Interesse. Dr. Tobias Straumann hat unseren Gästen die Krisentypen dargelegt und an je einem Beispiel die Auswirkungen auf die Anlagekategorien dargestellt. Christof Reichmuth zog die Lehren und die Konsequenzen für eine zukunftsorientierte Anlagestrategie. Für Interessierte

ist auf www.reichmuthco.ch eine Videoaufnahme verfügbar.

Wenn Sie an einer der kommenden Veranstaltungen teilnehmen möchten, bitten wir Sie, dies Ihrem Kundenverantwortlichen mitzuteilen oder sich auf unserer Webseite als Interessent zu registrieren.



PD Dr. phil. Tobias Straumann