

- ▼ Bewegung: Occupy Wall Street
- ▼ Blender: Baron von Münchhausen
- ▼ Bewölkt: Sonnenaktien mit Schatten

part

partners' view

+ + + + + - - - - -

Januar 1/11	Februar 2/11	März 3/11	April 4/11	Mai 5/11	Juni 6/11	Juli 7/11	August 8/11	September 9/11	Oktober 10/11	November 11/11	Dezember 12/11
----------------	-----------------	--------------	---------------	-------------	--------------	--------------	----------------	-------------------	------------------	-------------------	-------------------



# Politik und Wirtschaft

## **Endlich werden wieder neue Jobs in den USA geschaffen. Chinas Wachstumsmotor stottert. Führt der erneute Skandal im UBS-Investment-Banking zum Trennbankensystem?**

Ein Lebenszeichen vom amerikanischen Arbeitsmarkt: Im Berichtsmonat September wurden 137 000 neue Stellen geschaffen; deutlich mehr als erwartet. Doch diese Momentaufnahme vertreibt nicht die Angst vor der Zukunft. Wachstumsabschwächungen in Asien, Rezessionstendenzen in Europa und der Anstieg der Sparquote in den USA sind schlechte Voraussetzungen für eine Erholung der Wirtschaft mit einem fortgesetzten Arbeitsplatzaufbau. Nicht das Heute und Jetzt, sondern der Weg, den die hoch verschuldeten Staaten noch gehen müssen, wird uns künftig beschäftigen und Einfluss auf das Wachstum und den Arbeitsmarkt haben. Insofern streut die Meldung aus China, die Importe und Exporte seien rückläufig gewesen, Salz in offene Wunden. Denn China wird als Wachstumsmotor und Retter der westlichen Staaten betrachtet.

### **Das Ende der Universalbank?**

Der Handelsverlust im Investmentbanking der UBS über 2,3 Milliarden US-Dollar verstärkt die Forderung der einheimischen Politik, das eigentliche Bankgeschäft und das Investmentbanking zu trennen. Dies wäre das Ende der klassischen Universalbank. Als Grund für diese geforderte Aufteilung wird angeführt, dass das für die Wirtschaft und die privaten Haushalte notwendige Kreditgeschäft, das lukrative Anlagegeschäft, der Zahlungsverkehr und

der Rest des Aktiv-/Passivgeschäfts (Commercial Banking) nicht mit dem Damoklesschwert «Investmentbanking» behaftet sein sollten. Zu tief sitzt die Angst vor den scheinbar nicht kontrollierbaren Risiken, welche die Zocker in London und New York im Auftrag ihrer Arbeitgeber eingehen. Eine dadurch allenfalls notwendig werdende Rettung durch den Staat – nämlich dann, wenn die Verluste das Eigenkapital aufgefressen haben und somit die staatlich garantierten Sparguthaben gefährdet sind – hat man in der Finanzkrise von 2008 in Deutschland, Irland, Frankreich, den USA und sogar in der Schweiz (UBS) schon erlebt. Der Konflikt zwischen den Interessen der Bank (hoher Gewinn durch hohe Risiken) und der Gläubiger wie Sparer oder Obligationäre (Sicherheitsbedürfnis) ist nicht von der Hand zu weisen. Nun ist diese geforderte Aufspaltung der Banken keine neue Erscheinung. Bereits 1932/33 wurde in den USA mit dem Glass-Steagall Act die Einführung des Trennbankensystems, also die Abspaltung der Investment Bank, per Gesetz eingeführt. Grund für diese Regulierung war die grosse Depression und die Bankenkrise von 1929 und die hierdurch entstandenen Verluste. Sie diente als Schutz für die Gläubiger und Sparer vor den hohen Risiken des Investmentbanking, aber auch für den Staat selber, da er letztlich zugunsten der Sparguthaben im Konkursfall ins Obligo kommt. Fast 70 Jahre hatte diese Regulierung Gültigkeit und wurde erst 1999 durch Präsident Clinton aufgehoben.

### **Occupy Wall Street**

Auch wenn die Besetzung der Wall Street durch eine im Verhältnis zur Bevölkerung

kleine Gruppierung medial in Szene gesetzt wird, so zeigen die Motive doch eine klare Stossrichtung: Missmut, Ärger und vor allem auch Neid. Missmut über die staatlichen Rettungsmassnahmen bei den Banken, Ärger über die Salär- und Bonuspolitik der Investmentabteilungen und Neid über den in ihren Augen unfair verteilten Reichtum. In diesem Umfeld werden Regierungen geradezu verleitet, neue Steuern zu erfinden und bereits existierende Steuern zu erhöhen. Dabei wird das Steuersubstrat auf allen Ebenen erfasst: Immobilien, Erbschaften und Finanzvermögen. Ob diese Stimmung ein Vor- oder Nachteil für die noch zu ratifizierenden Steuerabkommen mit Deutschland und England (und im Nachgang wahrscheinlich mit dem Rest der EU) ist, ist schwer zu sagen. Zum einen ist der zu erwartende Geldeingang – sowohl einmalig für die Vergangenheit wie auch künftig für alle Einkommensarten – substanziell, was in der aktuellen Schuldenkrise sicher von Vorteil ist. Zum anderen werden durch die linken Oppositionen die Steuerdelinquenten im eigenen Land nur zu gerne als Staatsverbrecher behandelt, um das Volk bei der nächsten Wahl vom Versagen der Regierungsparteien zu überzeugen. Und jedes Abkommen wird als Steuergeschenk verkauft werden, egal wie lukrativ es sein wird.

**«Missmut, Ärger und Neid könnten zu neuen Steuern führen.»**

# Währungen und Zinsen

**Heute noch als sehr sicher eingestufte Staatsanleihen sind klar überteuert. Europäische Zentralbank EZB wird zum Kreditgeber für die Banken. Eigenmittelvorschriften führen zu falschen Anreizen.**

Die Inflation in Deutschland ist mit 2,6 Prozent auf ein Drei-Jahres-Hoch gestiegen. Für eine 10-jährige Bundesanleihe (Schuldner Deutschland) in Euro erhält der Investor knapp zwei Prozent Zins und kann damit nicht einmal die Inflation decken. Dies zeigt auf, dass die Flucht in Qualität Dimensionen angenommen hat, die an eine Bubble erinnern und Warnung genug sein sollte. Die Kurse für langlaufende Staatsanleihen Deutschlands sind klar zu hoch, respektive die Renditen zu niedrig. Gleiches gilt für die «Eidgenossen», die auf zehn Jahre gerade einmal ein Prozent rentieren. Auch wenn der Sicherheitsgedanke nachvollziehbar ist, ist die Wahl der langen Laufzeit ein Risiko und könnte in schmerzhaften Kursrückgängen enden. Früher oder später wird die expansive Geldpolitik zu Inflation führen. Bei den hoch verschuldeten Staaten wäre dies sogar erwünscht, denn Inflation «frisst» die Schulden weg.

## **Dominoeffekt verhindern**

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat zwar den Leitzins unverändert belassen, jedoch dem europäischen Geldmarkt kräftig unter die Arme gegriffen. Weil sich die Banken gegenseitig nicht mehr trauen und somit die Liquiditätsversorgung des Geldmarktes nicht mehr funktioniert, springt die EZB in diese Lücke und garantiert eine unbegrenzte Liquidität bis ins

Jahr 2013. Die Banken können sich nun unlimited Kredite bei der EZB zu lukrativen Konditionen leihen, völlig unabhängig von ihrem Kreditrating. Damit reduziert sich auch die Ansteckungsgefahr durch das Gegenparteiensrisiko. Dies war die erste Massnahme, um die Folgen eines kontrollierten Defaults (Konkurses) des Staates Griechenland auf die Banken abzufedern und den befürchteten Dominoeffekt zu verhindern.

## **Münchhausen**

Die zweite Massnahme folgte wenige Tage später mit der Verstaatlichung des Finanzkonzerns Dexia. Mit Garantien von bis zu 90 Milliarden Euro durch Belgien, Frankreich und Luxemburg will man den Schaden durch einen möglichen Abschreiber beim Griechenland-Engagement decken (Dexia ist mit 5 Milliarden Euro in Griechenland investiert). Doch die Frage sei erlaubt: Sind nicht die Garantiegeber selber (also die Staaten) der Ursprung des Übels? Denn schliesslich sind die Garantiennehmer (Banken) erst durch ihre Engagements in die Garantiegeber (Kauf von Staatsanleihen) in diese Schieflage geraten. Dies erinnert an die Geschichte von Baron Hieronymus Carl Friedrich von Münchhausen, der behauptete, sich samt Pferd am eigenen Schopf aus dem Sumpf gezogen zu haben. Weitere Kandidaten für staatliche Rettungsmassnahmen kommen aus Italien, Frankreich und Spanien. In Spanien kommt die immer noch nicht bereinigte Immobilienkrise hinzu, die noch einen grossen Abschreibungsbedarf nach sich ziehen wird. Spanien hat denn auch bereits angekündigt, schwache Banken zu verstaatlichen.

## **Falsche Anreize**

Weitere Massnahmen sind Zwangsrekapitalisierungen zur Erreichung der erhöhten Eigenmittelvorschriften, entweder über den Kapitalmarkt oder durch Staatshilfe. Die erforderlichen Eigenmittel sollen mit einem Stress-Test ermittelt werden. Die Krux der bisherigen Eigenmittelvorschrift ist jedoch die Zuteilung von Staatsanleihen in die risikolose Klasse. Dadurch müssen Banken ihre milliardenhohen Engagements in mittlerweile nicht mehr so risikolosen Staatsanleihen nicht mit Eigenmitteln unterlegen. Dies führte zu der Fehlallokation in den Bankbilanzen. Man ist fast an die Subprime-Krise erinnert, in der die Banken scheinbar sichere und mit AAA-Rating bewertete Immobilienkonstrukte in ihre Bilanzen steckten. Aufgrund der Unsicherheit bezüglich Staatsschulden, der hohen Engagements der Banken in Staatsanleihen und der finanziellen Verknüpfung zwischen den Geschäftsbanken (Gegenparteiensrisiko) ist bei Anleihen im Finanzsektor grosse Vorsicht angebracht. Investoren können sich nicht immer darauf verlassen, dass strachelnde Banken wie im Fall von Dexia durch den Staat aufgefangen werden. Und eine implizite Staatsgarantie würde die Banken erst recht dazu verleiten, unkontrollierte Risiken einzugehen.

# Finanzmärkte

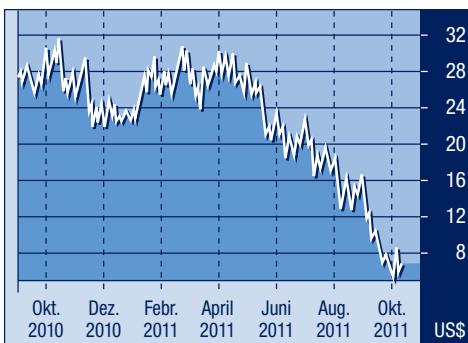
**«Langweiler» haben am wenigsten verloren. Gesunde Banken wehren sich gegen Zwangsmassnahmen zur Erreichung der gestiegenen Eigenmittelvorschriften. Alternative Energietitel sind günstig.**

Langweile muss bei Aktieninvestments nicht zwangsläufig negativ sein: Die eher trägen Aktien von Novartis, Roche und Nestlé stehen dieses Jahr zuoberst auf der Performanceliste. Roche schlug den SMI mit einem Plus von rund 8 Prozent gar um fast 20 Prozent.

## Kauflimiten setzen

Die in der letzten partners' view empfohlene Einkaufsliste funktioniert nur, wenn man für die gewählten Unternehmungen eine Preislimite festlegt, die realistisch ist und bei Erreichen in einen Kauf mündet. Als kleine Hilfe eine Übersicht von Schweizer Unternehmungen mit entsprechender Kauflimite (Kurse in CHF): ABB (unter 15.50), Givaudan (unter 700.-), Holcim (unter 48.-), Syngenta (unter 235.-),

## Trina Solar



Xstrata (unter 12.-) und Swatch Group Inhaber (unter 300.-). Diese Limiten sind zurzeit zwar noch weit entfernt, wurden jedoch im Monat Oktober alle bereits einmal erreicht. Ob die Branchenaufteilung in ein individuelles Wert-schriftendepot passt, hat mit der Risikobereitschaft des Investors zu tun. Finanzwerte finden Sie hier übrigens keine, denn deren Risiken sind derzeit nicht kalkulierbar. Zudem führt der angedrohte Zwang zur Rekapitalisierung wegen erhöhter Eigenmittelvorschriften zu Kapitalerhöhungen und dadurch zur Gewinnverwässerung.

## Schatten auf Sonnentitel

Besondere Schattenseiten erfuhren die Werte von Unternehmungen in der alternativen Energieproduktion. Trotz teils beschlossener Ausstiege aus der Atomindustrie, trotz des nach der Fukushima-Katastrophe eingesetzten Höhenflugs von Solar- und Windtiteln notieren die grössten Produzenten von Photovoltaikzellen aus Asien heute rund 70 Prozent unter ihrem Jahresanfangswert (siehe Grafik). Denn auf dem Papier herrscht eine – nicht reale, da wegen Liquiditätsengpässen nicht produzierte – Überkapazität, die allerdings in den nächsten Quartalen wieder verschwinden wird. Die Aktien der grössten Hersteller (Yingli Green, Trina Solar, GCL Poly, Renesola) notieren somit massiv unter Buchwert und sind ein klarer Kauf, am besten über einen für asiatische Solarproduzenten spezialisierten Fonds.

## Zu guter Letzt

«Was heisst schon mit Anstand alt werden. Lieber unanständig jung bleiben!»

*Olga Tschechowa*

Peter Ahluwalia  
Robin F. Amacher  
Kristian Bader  
Marthe Ballet  
Yves Baumann  
Johan Buckert

Herman Buhl  
Christ Johann Collenberg  
Chantal Cvorovic-Lauper  
Ute Dürtscher  
Mario Economou  
Martin P. Egli

Peter L. Einstein  
Ben Euing  
Chantal Gehri  
Gerhard Gottet  
Robin Graetz  
Narciso Grilli

Urs Jäggi  
Claude R. Jenni  
Beatrice Kern  
Daniel Kössler  
Thomas Kostkiewicz

Markus Linke  
Rainer H. Moser  
Jos Raafs  
Christian Rockstroh  
Mark Rüegger  
Bruno W. Schaffhauser

Manuela Schlegel  
Bernhard Schürmann  
Dominique J. Spillmann  
Barbara Stacey  
Bettina Wälti

Ralph Weidenmann  
Markus Wintsch  
Christian zu Pappenheim

swisspartners Investment Network AG  
Am Schanzengraben 23  
P.O. Box  
CH-8022 Zürich  
Phone +41 58 200 0 000  
Fax +41 58 200 0 100

swisspartners Investment Network AG  
Steinengraben 18/22  
P.O. Box  
CH-4002 Basel  
Phone +41 58 200 0 500  
Fax +41 58 200 0 595

swisspartners Investment Network SA  
rue Neuve-du-Molard 24  
P.O. Box  
CH-1211 Genève 3  
Phone +41 58 200 0 200  
Fax +41 58 200 0 210

swisspartners Wealth Management AG  
Am Schanzengraben 23  
P.O. Box  
CH-8022 Zürich  
Phone +41 58 200 0 400  
Fax +41 58 200 0 490

swisspartners (Liechtenstein) AG  
Feldstrasse 16  
FL-9490 Vaduz  
Phone +423 239 79 70  
Fax +423 239 79 80

www.swisspartners.com  
info@swisspartners.com

swisspartners