

Wall-Street-Notizen

Das Konsumieren auf Pump rächt sich

	Freitagsschluss (12. 12.)	5 Tage in %	1 Jahr in %	5 Jahre in %
Dow Jones	8630	-3.41	-35.31	-13.90
S&P 500	880	-3.29	-40.07	-17.63
Nasdaq	1541	-1.97	-41.55	-19.68

Quelle: Bloomberg

**dek. (New York)** Die amerikanischen Autofirmen haben ein Nachfrageproblem. Besonders unbeliebt sind die Detroit Unternehmen in Washington, wo nach wie vor über die Rettung der US-Autoindustrie diskutiert wird. Ein Kredit ist zwar gesprochen worden, doch die Bedingungen sind nicht klar, und harschere Bedingungen sind zu erwarten. Das Hauptproblem Detroit ist allerdings nicht die Unstimmigkeit mit Washington, sondern das Fehlen einer nachhaltigen Nachfrage nach Autos «made in Detroit». Dies ist laut Wall-Street-Analysten zum Teil auf die Unfähigkeit Detroit zurückzuführen, wettbewerbsfähige Autos herzustellen. Doch noch schwerer wiegt für die Autoindustrie das Fehlen von Krediten, mit denen man die Autos kaufen kann. Der amerikanische Konsument hatte in den vergangenen Jahren lediglich ein Kreditformular auszufüllen, um ein 50 000 Dollar teures Auto zu erwerben. Oft war diese Summe kaum weniger als der Jahreslohn eines Käufers, doch im hoch diversifizierten Kreditgeschäft der US-Autoindustrie spielten solche Details bis vor kurzem keine Rolle.

Anstelle einer seriösen Kreditanalyse bestimmten statistische Kennzahlen die Vergabe von Krediten. Diese wurden dann mittels Verbriefungen in Asset Backed Securities verpackt und in dieser Form an den Finanzmärkten gehandelt. Doch die Party an der Wall Street ist längst zu Ende, der Markt für Verbriefungen ist kollabiert. Die Finanzmarktteilnehmer trauen den Banken und Anlagefirmen nicht mehr und ziehen es dementsprechend vor, ihr Geld dem Staat zu geben, egal, wie tief die Zinsen derzeit sind. Die Folgen des «credit crunch» sind schmerzhaft und werden die Märkte noch lange beschäftigen.

Klar ist, dass sich das Kreditvergabe-Geschäft ändern wird. Die Banken werden nicht mehr so einfach Kredite vergeben, egal, wie billig sie Geld von der Notenbank oder vom Staat erhalten. In den USA ist man darüber vor allem deshalb besorgt, weil ein Grossteil des Konsums über Kredite finanziert wird. Diese Konsumkredite sind in den letzten Jahren enorm gewachsen, was nichts anderes bedeutet, als dass die Konsumenten zwar etwas mehr verdient haben, aber vor allem mehr auf Pump konsumiert haben. Das Problem kommt auch in den Emerging Markets immer mehr zum Vorschein. Der Konsum-Boom in Ländern wie Brasilien, Mexiko oder Russland ist laut Beobachtern ebenfalls stark von der Kreditvergabe abhängig gewesen. Diese Kredite werden nun gekürzt, zumal viele Konsumenten ähnlich wie in den USA weit über ihren Verhältnissen lebten. Das Wachstum in den aufstrebenden Märkten ist laut Analytikern aber zentral für das Geschäft von Konsumgüterherstellern wie Nestlé, Danone, L'Oréal oder Procter & Gamble. Auch hier wird man wohl mit einer Korrektur der Aktienkurs-Erwartungen rechnen müssen.

Aktien Europa

Geringe Reaktionen auf die Madoff-Betrugsaffäre

**(Reuters)** An den europäischen Aktienmärkten ging es zum Wochenauftritt erneut abwärts. Der Stoxx-50 gab im Sog einer schwächeren Wall Street 0,5% nach, während der Euro-Stoxx-50 0,4% verlor. Im europäischen Bankensektor sorgte der Betrugsfall Bernard Madoff für Furore, da auch zahlreiche europäische Finanzhäuser geschädigt worden sind. An der Börse fand dies aber nur geringen Niederschlag. Unter den Banken und Investmentfonds, die milliardenschwere Abschreibungen befürchten, stachen die Aktien von BNP Paribas hervor, die in Paris um 10% nachgaben. Die Titel der britischen HSBC verloren 1,2%. Bei Europas grösster Bank stehen wegen des Betrugs bis zu 1 Mrd. \$ auf der Kippe. Die Aussicht auf eine deutliche Förderkürzung der Opec verhalf hingegen Energiewerten zu Kursgewinnen. Die Aktien von BP, Royal Dutch Shell und Total stiegen um bis zu 3,5%.

Weitere Marktberichte Seite 28 und 29

INHALT

Marktübersicht/Devisen	28
Aktien Schweiz	29
Aktien Europa/Eurex	30
Aktien Amerika	31
Aktien Asien und Rohwaren	32
Optionsscheine	33
Obligationen/Zinsen	34

Der Erdölmarkt konzentriert sich auf die Opec

Weitere Produktionskürzung erwartet

Nachdem sich jüngst sogar Saudiarabien über die Erdölpreisentwicklung unglücklich gezeigt hat, gehen Beobachter davon aus, dass am Mittwoch eine Kürzung der Opec-Produktion angekündigt wird. Der Erdölpreis vollführte im Vorfeld des Treffens wilde Sprünge.

**Fr. Vancouver, 15. Dezember**

Am Dienstag und Mittwoch findet im algerischen Oran das längst angekündigte 151. ausserordentliche Treffen der Opec statt. Mittlerweile gehen die meisten Beobachter davon aus, dass am Mittwochnachmittag eine weitere Reduktion des Erdölausschusses bekanntgegeben wird; die kritische Frage ist längst nicht mehr, «ob», sondern «wann» und «wie viel». Dabei war die Bemerkung von Opec-Generalsekretär Abdullah al-Badri, der eine «ziemlich grosse» Produktionskürzung versprach, wenig hilfreich.

Ausschlaggebendes Saudiarabien

Unter Beobachtern zirkulieren Zahlen zwischen 1 Mio. und 2 Mio. Fass pro Tag; die meisten argumentieren damit, dass jegliche Vorgabe ein starkes und gleichzeitig glaubwürdiges Zeichen setzen sollte. Wird die Zahl am Erdölmarkt als zu klein eingeschätzt, verpufft die Massnahme wirkungslos, gilt sie hingegen als zu gross, so könnte die daraus resultierende Preissteigerung die Weltkonjunktur zusätzlich belasten. Das britische Centre for Global Energy Studies schlägt aus diesem Grund vor, die Opec solle im Moment dafür sorgen, dass sich der Erdölpreis zurückbildet; das käme einer Stimulierung der Wirtschaft gleich, worauf die Preise zu einem späteren Zeitpunkt wieder steigen könnten. Ein derartiges Vorgehen bedingt indessen, dass alle Opec-Produzenten mitmachen, was im Moment als unwahrscheinlich gilt. Ausschlaggebend für das Endresultat dürfte

einmal mehr die Position Saudiarabiens sein, das mehr als ein Drittel der Opec-Produktion stellt und das auch bei der Produktionskapazität sowie den ausgewiesenen Reserven die wohl dominierende Stellung im Kartell einnimmt. Saudiarabien gilt im Vergleich mit anderen Opec-Ländern als gemässigt und hat dies, sofern man das von aussen überhaupt beurteilen kann, in den letzten internen Ausmachungen stets unter Beweis gestellt; auch haben sich die saudiarabischen Verantwortlichen kaum zu konkreten Preisvorschlägen geäussert, sondern auf den Markt verwiesen.

Das Königshaus in Riad hat diese «Regel» allerdings unlängst umgestossen, indem es signalisierte, ein Preis von 75 \$ pro Fass werde als «fair» betrachtet. Auch wenn es sich bei dieser Bemerkung nur um einen «Ausrutscher» handeln sollte, so lässt sie doch darauf schliessen, dass sogar Saudiarabien mit der jüngsten Preisentwicklung eher unglücklich ist. Ein Preis von 75 \$ pro Fass ist aber im Moment blosses Wunschdenken, auch wenn Preis-«Falken» wie Iran und Venezuela dies noch so gerne sähen; die Verlangsamung der Nachfrage nach Erdöl in den Industriestaaten, aber auch in Schwellenländern wie China dürfte eine solche Preisgestaltung verhindern.

Starke Preisschwankungen

Eine weitere offene Frage ist jene nach dem Verhalten Russlands. In der Vorwoche hat Präsident Medwedew erneut laut darüber nachgedacht, ob sein Land in Übereinstimmung mit der Opec die Produktion reduzieren sollte; viele Beobachter glauben, dass es sich dabei um ein rein politisches Manöver handelt. Die russische Produktion nimmt nämlich aus anderen Gründen ohnehin ab. Der Erdölpreis vollführte derweil im Vorfeld des Opec-Treffens wilde Sprünge. Die New Yorker Notiz eröffnete am Montag bei \$ 46.77 pro Fass und kletterte vorübergehend knapp über 50 \$; der Schlusspreis stellte sich auf \$ 44.95 pro Fass.

Zurück in die Zukunft in der Geldanlage

Ein Plädoyer für transparente Anlagen in Aktien und Obligationen

Von Pirmin Hotz\*

*Komplexität und Intransparenz von Anlageprodukten haben in den letzten Jahren stark zugenommen. Nach Ansicht des Autors bilden sie die Hauptursache der derzeitigen Bankenkrise. Er sieht eine Gefahr in alternativen Anlageprodukten und fordert eine Rückbesinnung auf einfache und transparente Direktanlagen wie Obligationen und Aktien. (Red.)*

Im vergangenen Jahrzehnt haben Banken und Vermögensverwalter ihre Anlagepolitik in starkem Mass mit margenträchtigen strukturierten Produkten, Hedge-Funds- oder Private-Equity-Anlagen umgesetzt. Die Komplexität dieser oft intransparenten Produkte hat viele Anleger überfordert. Die Erfahrungen in der Finanzkrise sind ernüchternd. Die Rückzahlung zahlreicher strukturierter Produkte erfolgt nun ausgerechnet in Aktien von Banken und Versicherungen, die für die vermeintlich konservativen Käufer Verluste von teilweise weit mehr als 50% zur Folge haben. Das ist deutlich mehr, als mit einer diversifizierten Aktienanlage verloren gegangen wäre.

Illiquidität als Geschäftsbasis

Produkte mit Absolute-Return-Charakter sowie Hedge-Funds versprechen hohe Renditen bei tiefen Risiken und geringen Korrelationen zu traditionellen Anlagen. Die Entwicklung und der anschliessende Zusammenbruch der über viele Jahre erfolgreichen Fonds im alternativen Segment zeigen aber, dass ihr Rezept oft in ihrer Illiquidität gründet. Wenn primär in nicht börsennotierte Anlagen, illiquide Hypothekenscheine oder Wald investiert wird, ist es eine logische Folge, dass die Risikokomponente vermeintlich ausgeblendet wird. Viele dieser populär gewordenen Anlagen werden preislich über einen völlig subjektiv festgelegten Nettoinventarwert (Net Asset Value) definiert. Das geht so lange gut, wie der Fondsmanager nicht verkaufen muss. Wenn jedoch, wie in der gegenwärtigen Krise, Rücknahmen der Anleger zu verzeichnen sind, so kollabiert das System nicht selten analog zu einem Schneeballsystem. Vielen Anbietern bleibt nichts anderes übrig, als die Fonds zu schliessen, wenn ihre Kunden zum Ausgang rennen.

In Krisensituationen sind illiquide Produkte kaum veräusserbar. Das gilt für risikobehaftete Hypotheken-Produkte, Hedge-Funds, Private Equity, strukturierte Produkte oder Immobilien. Es ist deshalb zu befürchten, dass im Gegensatz zum liquiden Obligationen- und Aktienmarkt das volle Ausmass der Verwerfungen bei diesen Anlagen erst im Lauf der Zeit zum Vorschein kommt. Restriktive Ausstiegs klauseln und lange Bindungsfristen verstärken diese Gefahr. In der

Not mussten Banken und gewisse Versicherungen deshalb ausgerechnet liquide Qualitätsaktien oder erstklassige Obligationen verkaufen, um ihre Risiken zu reduzieren. Das führt nicht selten zur absurden Situation, dass etwa Ramsch-Hypotheken, die die eigentliche Ursache der Krise darstellen, im Portfolio verbleiben. Die intransparente Politik im Umgang mit Kundengeldern ist nun zum Bumerang für die Banken selbst geworden. Sie haben, wie sie heute selber zugeben müssen, schlicht vor lauter Bäumen den Wald nicht mehr gesehen, blind ihren statistischen Risikomodellen vertraut und jegliches Mass an gesundem Menschenverstand vermissen lassen. Eine explosive Mischung aus Intransparenz, überschätzter Prognosefähigkeit, fehlendem Risikoverständnis und gegenseitigem Misstrauen führte schliesslich zu einem systemischen Desaster.

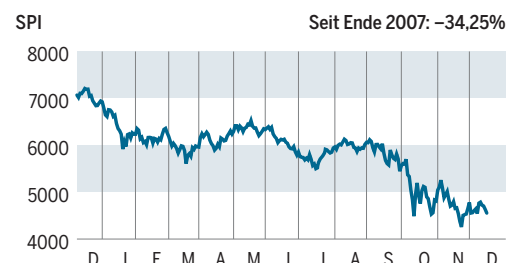
Wette auf implizite Staatsgarantie

Bedenklich stimmt auch, dass renommierte Versicherer wie Swiss Life oder Swiss Re höhere Anteile in Hedge-Funds halten als in Aktien, welche immerhin über ein Jahrhundert bewiesen haben, dass sie die mit Abstand attraktivste Anlageklasse bilden. Noch grotesker ist der Umstand, dass der Anteil hochriskanter Obligationen (mit Rating «BBB» oder schlechter) sogar das Mehrfache dessen ausmacht, was in erstklassigen Aktien investiert ist. Versicherungsunternehmen missachten auch den Grundsatz der Diversifikation. Wenn Swiss Re einen zweistelligen Milliardenbetrag (mehr als das ganze Engagement aller Aktienpositionen) in Anleihen der angeschlagenen Fannie Mae und Freddie Mac investiert, stellt dies ein gefährliches Klumpenrisiko oder zumindest eine äusserst fragwürdige Wette auf eine implizite Staatsgarantie der Vereinigten Staaten dar.

Aus der Banken-, Hypotheken- und Produktkrise sollten Konsequenzen gezogen werden. Anleger sind gut beraten, wieder zu einfachen, transparenten und auch für Laien verständlichen Direktanlagen zurückzukehren. Die Tendenz vieler Banken, Versicherungen, Pensionskassen und Privatinvestoren, Aktien- und Obligationen zugunsten von illiquiden und intransparenten alternativen Anlagen zu reduzieren, birgt die Gefahr, dass Risiken und faktische Verluste verschleiert und in die Zukunft verschoben werden. Für eine bestimmte Zeit können sich Anleger und Produktanbieter zwar die Illusion tiefer Risiken und hoher absoluter Renditen einreden. Die Stunde der Wahrheit folgt nicht selten dann, wenn Positionen verkauft werden müssen. Aus dieser Perspektive ist es besser, mit Direktanlagen wie Aktien und Obligationen zu agieren. Sie sind transparent, kostengünstig und auch für den Durchschnittsbürger verständlich. Dazu braucht es den Mut zur Bescheidenheit und zur Einsicht, dass liquide und daher volatile Aktien die ehrlichere und langfristig erfolgreichere Anlage darstellen als vermeintlich risikoaverse und intransparente Alternativprodukte.

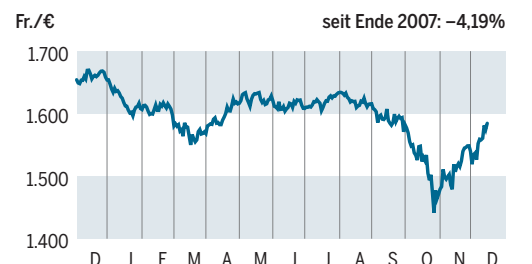
\* Dr. Pirmin Hotz ist Inhaber der gleichnamigen, auf Vermögensverwaltung spezialisierten Gesellschaft in Baar.

Aktienmärkte



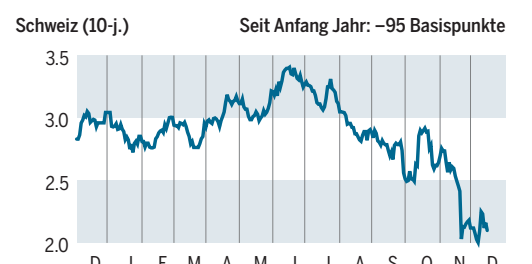
	Vortag	Schluss	Veränderung
<b>Schweiz</b>			
SMI	5636.17	<b>5526.54</b>	-1.95%
SPI	4633.20	<b>4553.68</b>	-1.72%
<b>Vereinigte Staaten</b>			
Dow Jones	8629.68	<b>8564.53</b>	-0.75%
S&P 500	879.73	<b>868.57</b>	-1.27%
Nasdaq	1540.72	<b>1508.34</b>	-2.10%
<b>Europa</b>			
Stoxx 50	2079.83	<b>2068.19</b>	-0.56%
Euro-Stoxx 50	2418.91	<b>2407.47</b>	-0.47%
Stoxx Gesamt	198.22	<b>197.51</b>	-0.36%
<b>Grossbritannien</b>			
FTSE 100	4280.35	<b>4277.56</b>	-0.07%
<b>Deutschland</b>			
DAX Xetra	4663.37	<b>4654.82</b>	-0.18%
<b>Frankreich</b>			
CAC 40	3213.60	<b>3185.66</b>	-0.87%
<b>Japan</b>			
Nikkei 225	8235.87	<b>8664.66</b>	5.21%

Devisenmärkte



	Vortag	Schluss	Veränderung
<b>Euro</b>			
in Franken	1.5733	<b>1.5848</b>	1.15 Rp.
in Dollar	1.3340	<b>1.3671</b>	3.31 Cent
in Yen	121.74	<b>124.18</b>	2.44 Yen
<b>Dollar</b>			
in Franken	1.1793	<b>1.1590</b>	-2.03 Rp.
in Yen	91.27	<b>90.83</b>	-0.44 Yen
<b>Pfund</b>			
in Franken	1.7577	<b>1.7750</b>	1.73 Rp.
<b>Yen (100)</b>			
in Franken	1.2918	<b>1.2763</b>	-1.55 Rp.
<b>Franken (100)</b>			
in Euro	63.5382	<b>63.1187</b>	-41.95 Cent
in Dollar	84.7853	<b>86.2739</b>	148.86 Cent

Geld- und Kapitalmärkte



	Vortag	Schluss
<b>Geldmarkt (3 Monate)</b>		
Franken-Libor	2.76%	0.84%
Euror-Libor	4.68%	3.28%
Dollar-Libor	4.70%	1.92%
Yen-Libor	0.90%	0.94%
<b>Kapitalmarkt (Benchmark-Anleihen)</b>		
Schweiz (10-j.)	3.05%	2.16%
Deutschland (10-j.)	4.31%	3.16%
Grossbritannien (10-j.)	4.51%	3.56%
USA (10-j.)	4.02%	2.63%
Japan (10-j.)	1.51%	1.35%

	Vortag	Schluss
<b>Geldmarkt (3 Monate)</b>		
Franken-Libor	2.76%	0.84%
Euror-Libor	4.68%	3.28%
Dollar-Libor	4.70%	1.92%
Yen-Libor	0.90%	0.94%
<b>Kapitalmarkt (Benchmark-Anleihen)</b>		
Schweiz (10-j.)	3.05%	2.16%
Deutschland (10-j.)	4.31%	3.16%
Grossbritannien (10-j.)	4.51%	3.56%
USA (10-j.)	4.02%	2.63%
Japan (10-j.)	1.51%	1.35%