

## Bestandsaufnahme - August 2007

### Bestandsaufnahme der Finanzmärkte

Seit der Meldung von der amerikanischen Investment Bank, Bear Stearns Companies Inc., Ende Juni, dass sie zwei ihrer Hedge Funds auflösen müssen, herrscht an den Finanzmärkten Unsicherheit und Nervosität. Dabei ist zu erwähnen, dass der Markt schon seit längerem auf eine Korrektur gewartet hatte und die schlechten Nachrichten zum Anlass nahm Gewinne zu realisieren. Damit wurde die gegenwärtige Korrektur in den Aktienmärkten eingeläutet.

Diese Bewegung ist hauptsächlich der psychologischen Verfassung des Marktes zuzuschreiben. Nach vier Jahren ‚Bullmarkt‘ und rekordhohen Aktienständen wurde eine Korrektur von vielen Marktteilnehmern erwartet. Einzig auf Grund des nominalen Höchstwertes eines Aktienindizes ist weder über die absolut fundamentale, noch über die relative Bewertung von Aktien eine Aussage möglich.

Ein Ausstieg aus Aktienmärkten nur weil neue Rekorde notiert wurden, gleicht einem Kletterer der nach dem ersten Gipfel auf 3'000 Metern Höhe umkehrt, ohne zu wissen, auf welchem Berg er sich befindet (er könnte sich ja zum Beispiel auch auf einer Tour zum Mount Everest befinden). Doch bekanntlich braucht der Markt eine gewisse Zeit, bis er Ungleichgewichte erkennt und diese dann auch über kurz oder lang korrigiert. Wenig überraschend ist denn auch die Risikoprämie für Aktien nochmals tüchtig angestiegen. Das heisst, für eingegangene Risiken wird man heute wesentlich höher entschädigt, als dies noch vor ein paar Wochen der Fall war.

Eines kann als sicher gelten: ‚Mr. Market‘ ist offensichtlich angeschlagen, dies kann man in verschiedenen Bereichen feststellen:

- Gemessen am UBS Optimisten Index befinden wir uns nur noch 3% von der Grenze zum übertriebenen Pessimismus entfernt.
- Im Obligationenbereich hat eine ‚Flight to Quality‘ Bewegung stattgefunden, welche wir in den Aktien noch nicht beobachten konnten. So legten beispielsweise die Renditen von Obligationen minderer Schuldnerqualität (CCC) im Juli um 1,49% zu, wohingegen die der AAA-Schuldner sich kaum veränderten (+0,02%).
- ‚Carry Trades‘ wurden vorübergehend aufgelöst und verhalfen dem Yen zu kurzfristigen Avancen gegenüber dem australischen sowie dem neuseeländischen Dollar ( ca. 10% binnen sieben Handelstagen).

- Binnen eines Monats verdreifachte sich die kurzfristige Volatilität in Aktienmärkten. - Nein, hier ist nicht die Rede von Aktienmärkten in Schwellenländern, sondern von Aktienindices wie dem Standard & Poors 500 Index, DJ STOXX 600 Index, dem Swiss Market Performance Index und anderen.

### Hat sich im letzten Halbjahr weltweit am makroökonomischen Umfeld etwas verändert?

	Q1 2007		Q2 2007	
	BIP	Inflation	BIP	Inflation
Deutschland	3,6%	1,9%	2,5%	1,9%
Frankreich	1,9%	1,2%	1,3%	1,2%
Grossbritannien	3,0%	3,1%	3,0%	2,5%
Italien	2,3%	2,1%	1,8%	1,9%
Schweiz	2,4%	0,2%	n/a	0,5%
Europa	3,1%	1,9%	2,5%	1,9%
Kanada	2,5%	2,3%	2,3%	2,2%
USA	0,6%	2,8%	3,4%	2,7%
China	11,1%	3,3%	11,9%	3,4%
Japan	0,5%	-0,1%	0,3%	0,0%

Obwohl das Hypothekarproblem bereits anfangs des ersten Quartals die Finanzmärkte tüchtig durchschüttelte, halten sich die Auswirkungen auf die weltweite Wirtschaft bis heute in Grenzen. Während sich die Volkswirtschaft in Europa im zweiten Quartal leicht abschwächte und damit der Inflationsdruck etwas nachliess, legte die Wirtschaft in Nordamerika bei gleichzeitig praktisch unveränderter Teuerung mächtig zu.

### Werden zur Zeit Aktien auf Grund zu hoher Bewertung verkauft?

Die Antwort lautet nein. Im Gegenteil, vergleicht man Aktien gegenüber Obligationen kommt man zu dem Schluss, dass Aktien unterbewertet sind. Auch im historischen Kontext sind Aktien fundamental günstig bewertet. Aus unserer Sicht macht es wenig Sinn, sich der Laune des Marktes zu beugen und zu einem Zeitpunkt Aktien zu verkaufen, zu dem dies alle tun. Vielmehr bieten solche Überreaktionen an den Finanzmärkten Kaufgelegenheiten. Diese Meinung scheint man auch in den Füh-

## Bestandsaufnahme - August 2007

rungetagen vieler Unternehmen zu teilen. Die Nachfrage von Führungskräften nach Finanzierungen für Aktienrückkäufen hat im Monat August dramatisch zugenommen.

### Konklusion

Was wird in der Zukunft passieren? – Um ehrlich zu sein, wir wissen es nicht mit Bestimmtheit. Deshalb stützen wir uns auf Fakten, die wir mit Sicherheit wissen. Mit Sicherheit wird sich die Unsicherheit des Marktes länger hinziehen und insoweit in höheren Volatilitäten widerspiegeln. Höhere Volatilität ist aber nur für kurzfristig orientierte Investoren schädlich. Dem Anleger mit einem längeren Zeithorizont, und ein solcher sollte jeder Aktieninvestor sein, ist höhere Volatilität ein Freund. Höhere Schwankungsbreiten erhöhen die Möglichkeiten beim Kauf sowie Verkauf.

gegenüber Aktien sicherlich nicht schädlich sind. Im Gegenteil, im Fall der USA würde die relative Bewertung von Aktien nochmals günstiger ausfallen.

Die weltweit wichtigsten Zentralbanken zeigten gemeinsam grosse Entschlossenheit, der Entwicklung der ‚Sub-Prime-Krise‘ nicht freien Lauf zu lassen. Seit Anfang der Korrektur in den Finanzmärkten haben sie dem Markt über USD 400 Mrd. an Liquidität zur Verfügung gestellt.

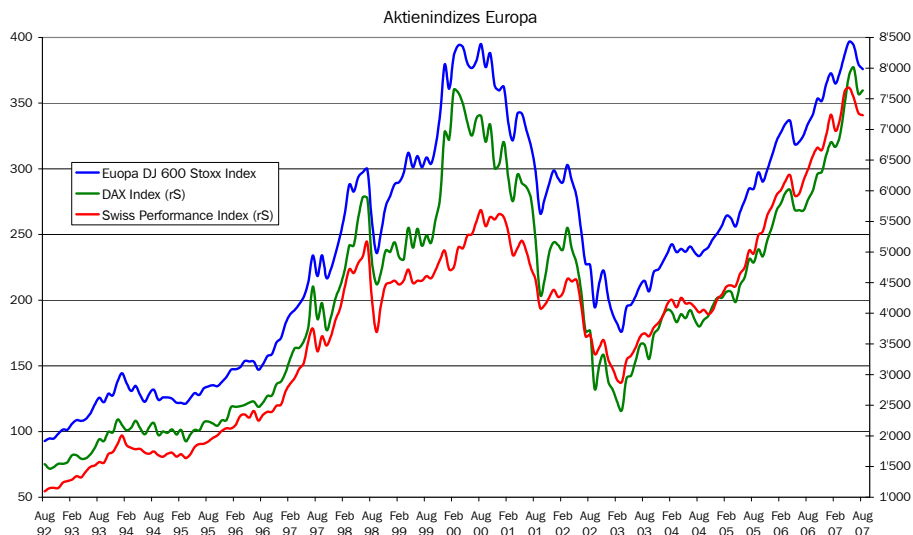
Die Entwicklung der Inflation wird weiterhin weltweit mit Argusaugen beobachtet, stellt sich aber zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht als Hauptproblem dar.

‚Reflationäre‘ Aktionen seitens der Zentralbanken waren in der Vergangenheit für Aktien immer kurstreibend. Zusätzlich ist nicht zu erkennen, dass eine der G7 Wirtschaften kurz vor einer Rezession steht. Dies zusammen mit einer, absolut wie relativ, moderaten Bewertungen von Aktien bestärkt uns in der Meinung, dass von Aktien in den kommenden 12 Monaten der höchste Performancebeitrag zu erwarten ist. Europäische Aktien handeln im Vergleich zu ihresgleichen zu einem starken Abschlag, dies widerspiegelt sich in der entsprechend starken Übergewichtung dieser Region innerhalb unseres ausgewogenen Salmann Portfolios.

*Stefan Riesen, CFA*

*Chief Investment Officer*

Vaduz/Zürich, 4. September 2007



Die Optionen- und Terminmärkte in Amerika gehen heute von einer Zinssenkung um 50 Bp bis Mitte September aus. Auch in Europa erwartet man, dass die Europäische Zentralbank kürzer tritt und mit einer Zinserhöhung zuwartet. Beides Aktionen, welche