

Kommentar - Panik

Panik – der Zustand äusserster Angst vor gegenwärtiger oder angenommener (Lebens-) Gefahr, so Wikipedia.

Weiter geht die Definition: „ Die Wahrnehmung einer wirklich oder vermeintlich ernstesten Bedrohung kann im Hirn die besonnene Aufmerksamkeit einschränken oder ausschalten zugunsten eines der drei archaischen Notfallprogramme, welches dann ohne bewusste Kontrolle abläuft: Flucht, Kampf und Starre.“

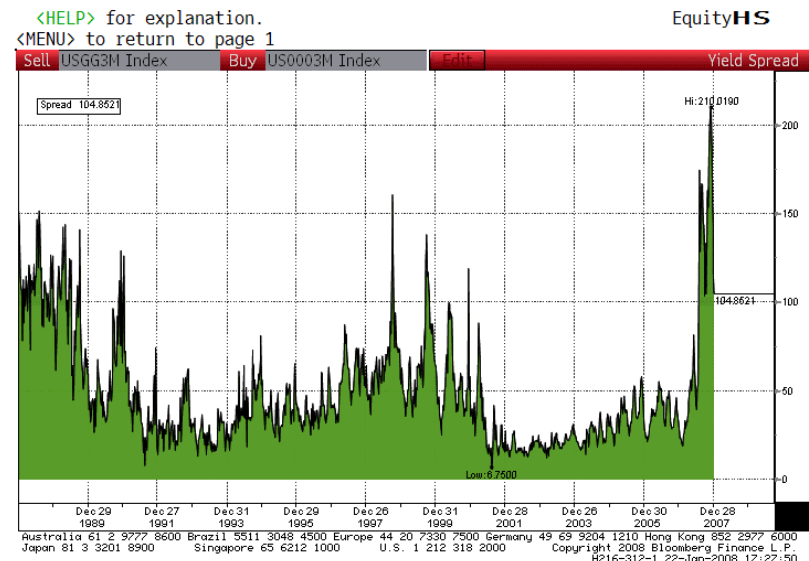
Eine treffliche Beschreibung des Geschehens an den Finanzmärkten, denn ein einzelner Auslöser für die plötzlichen und panikartigen Aktionen ist nicht zu finden. Offensichtlich läuft bei Mr. Market eines der archaischen Notfallprogramme ab, nämlich Flucht. In solchen Situationen nützt es wenig, dass wir in den Portfolios eine Liquidität von über 15 Prozent, eine unterdurchschnittliche Aktienallokation und keine strukturierten Produkte hält, welche einem Aktien andienen, zu einem Zeitpunkt, an dem man genau dies nicht brauchen kann. Positiv ist, dass wir dieser Versuchung nach vermeintlich attraktiven strukturierten Produkten nicht erlegen sind.

Die oft prophezeite Abkoppelung der Aktienmärkte der Schwellländer hat im derzeitigen Ausverkauf von Aktien ebenfalls nicht stattgefunden. Denn in unsicheren Zeiten wird der Investor immer wieder Qualität einem potentiellen Wachstum vorziehen. Dies zeigt sich auch in der Entwicklung der Obligationen, wo wir uns auf Titel mit hoher Qualität beschränkt hatten, die in dieser Baisse denn auch zugelegt haben. Generell halten wir für unsere Kunden keine Obligationen, die ABS¹ oder andere „Sub-Prime“ Risiken beinhalten. – Trotzdem: die beste Anlageklasse in solchen Zeiten war, ist und bleibt Liquidität, von welcher wir trotz einer Überallokation zu wenig hatten.

Aber wer sind die Verkäufer? Da diesbezüglich keine Transparenz herrscht, können wir nur Vermutungen anstellen. Dem Volumen nach zu beurteilen, müsste der Verkaufsdruck von Institutionellen Anlegern herrühren. Nicht dass diese die Zukunft besser zu lesen wüssten, sie versprechen sich aber durch aktives Handeln einen Vorteil. Aus der Vergangenheit haben wir gelernt, dass genau diese Entscheide am Markt fern zu bleiben oder zu partizipieren, die schwierigsten und fehlerträchtigsten sind. Das grösste Risiko liegt denn auch nicht darin eine Baisse mitzumachen, als vielmehr an Kursavancen nicht zu partizipieren. So hätte denn auch ein Aktieninvestor mit ei-

ner „buy and hold“ Strategie in amerikanischen Aktien, trotz des Aktiencrash 1987 und den nachfolgenden Korrekturen in den 90iger Jahren sowie anfangs diesem Jahrtausend, von Ende Dezember 1986 bis zum letzten Freitag eine Bruttojahresrendite von nahezu 11 Prozent erwirtschaftet.

Offensichtlich hat aber der Pessimismus am Markt weitere Anhänger gefunden und es ist wohl nicht schwierig zu erraten, dass der UBS Optimisten Index Ende Januar ein weiteres Tief aufzeigen wird.



Haben wir die Talsohle erreicht? Dies ist enorm schwierig zu beurteilen. Erste Anzeichen einer Entspannung zwischen den Banken ist am TED Spread² abzulesen. Dieser ist gegenwärtig auf die rund Hälfte (108 Bps.) seines Höchstwertes von Ende

² 3 Mt. USD LIBOR minus 3 Mt.US T-Bill Rate, LIBOR = London Interbank Offered Rate, d.h. Zinssatz zu welchem zwischen den Banken Geld verliehen wird. US T-Bill = Zinssatz kurzfristiger Schuldverschreibung des amerikanischen Schatzamtes

¹ Asset Backed Securities

Kommentar - Panik

August (240 Bps.) zusammengeschrumpft, hat aber im Vergleich zum 20jährigen Durchschnitt von ca. 50 Bps. weiterhin Verbesserungspotential.

Ausser dem Aktiencrash auf Raten zwischen März 2000 und März 2003, hatten Aktien in der Vergangenheit nach einer Korrektur von 23 bis 29 Prozent den Boden gefunden.

Die wichtigsten Märkte haben seit den Höchstständen wie folgt korrigiert:

	<u>Korrektur</u>	<u>Höchstkurs</u>
DAX Index (EUR)	-18,12%	16.7.2007
DJ STOXX 600 Index (EUR)	-22,32 %	1.6.2007
S&P 500 Index (USD)	-14,92 %	10.5.2007
SPI Index (CHF)	-23,67%	1.6.2007
TOPIX Index (Yen)	-31,78%	5.7.2007

In der Vergangenheit war allerdings die Bewertung der Aktienmärkte wesentlich höher als heute. Am Beispiel des amerikanischen Marktes betrug das KGV der Aktien vor dem Crash 1987 rund 21x und vor der LTCM Krise 1998 knapp 29x. Heute werden amerikanische Aktien zu einem KGV von ca. 18x und europäische zu einem KGV von etwas über 10x gehandelt. Wir denken deshalb, dass der Boden schon bald gefunden sein sollte.

Damit jedoch Aktieninvestoren beständig an die Aktienmärkte zurückkehren, braucht es noch etwas Zeit. Wir vermuten zwei Quartale. Unserer Meinung nach haben drei Parameter das Potential, den allgemein vorherrschenden Pessimismus aufzuhellen:

- a) Zurückkehrendes Vertrauen unter den Banken, siehe TED Spread;
- b) positiv überraschende Quartalszahlen im Sommer und
- c) eine besser als erwartete amerikanische Konjunktur.

Nach einer Korrektur der Aktienmärkte von 20 Prozent und mehr ist es nicht ratsam, Aktien zu verkaufen, im Gegenteil: Aktionäre mit einer Haltedauer von 5 bis 7 Jahren haben in Momenten von Panikattacken, in welchen Märkte alles andere als effizient funktionieren, die Möglichkeit, Schnäppchen zu erwerben.

Kurzfristig wird „Bares wahres“ sein, aber eben nur kurzfristig, da Geldmarktrenditen nach Abzug der Inflation mittelfristig kaum attraktiv sein werden. Zusätzlich wird Sicherheit dem Risiko vorgezogen, d.h. die Bewegung „Flight to Quality“ wird sich weiter fortsetzen. Die Frage stellt sich, ob Staatsobligationen mit Renditen von 3,5 Prozent

im USD, 3,9 Prozent im Euro oder 2,7 Prozent im CHF genügend attraktiv sind, die Geldflüsse von Aktien fern zu halten. Wir bezweifeln dies. Deshalb erwarten wir von Aktien weiterhin den höchsten Performancebeitrag, wenn auch begleitet von hohen Volatilitäten.

*Stefan Riesen, CFA
Chief Investment Officer*

Vaduz/Zürich, 22. Januar 2008