

KRAEMER, SCHWAB & CO. AG

Investment Management

RÜCKBLICK 2004 UND AUSBLICK 2005

Das vergangene Jahr hat wiederum besser als erwartet abgeschlossen. Wir sind stolz darauf, dass die Bewertungen auch während des Börsensturzes nach dem Technologieboom in den Jahren 2001-2002 recht stabil blieben und seither weiter anstiegen. Im vergangenen Jahr haben vor allem die hochrentierenden Obligationen sehr gut abgeschnitten, da sie angesichts der rekordtiefen Rendite der übrigen Obligationen sehr gesucht waren. Aber auch die günstige Entwicklung der Aktienpreise hat uns überrascht. Am Anfang des Jahres haben wir angesichts all der politischen und wirtschaftlichen Ungewissheiten mit viel bescheideneren Resultaten gerechnet.

Die führenden Volkswirtschaften und der Welthandel haben sich recht gut vom Schock des Zusammenbruchs des Technologiebooms erholt und wieder Tritt gefasst. Man erwartet für das neue Jahr weiterhin ein gewisses Wachstum und das Vertrauen scheint langsam zurückzukehren. Es lässt sich aber feststellen, dass der Aufschwung nur mässig vorankommt und von viel Zurückhaltung und Unsicherheit begleitet wird, und das obwohl die Zahlen über die Wirtschaft gut, diejenigen über die Profitabilität der Gesellschaften sogar sehr gut sind. Berühmte Investoren wie Warren Buffett und Jeremy Grantham bleiben vorläufig skeptisch gegenüber dem Aufschwung.

Das neue Jahr ist mit Sorgen und Ängsten belastet. Die politische Lage wird durch den sich verschlimmernden Krieg im Irak beeinflusst. Was ursprünglich als ein entscheidender, strategischer Zug zur Errichtung der amerikanischen Vorherrschaft im ölreichen Mittleren Osten geplant war und gleichzeitig einen gefährlichen Gegner Israels ausschalten sollte, hat sich in einen Alptraum verwandelt, in dem die Jäger zu den Gejagten werden, und der das Ansehen der USA belastet. Plötzlich muss dieser Staat feststellen, dass seine Haltung gegenüber den Arabern fast weltweit auf Unverständnis und Ablehnung stösst. Der Ölpreis, der eigentlich dank dieser Intervention hätte fallen sollen, stieg stark an und bremst die Expansion. Im weiteren ist auch der Welthandel instabil geworden: China und andere Entwicklungsländer erzielen im Handel mit den USA riesige Überschüsse. Die einzige Supermacht der Welt verschuldet sich mehr und mehr sowohl als Nation (durch den Krieg im Irak und die Steuersenkungen), aber auch die Privatpersonen und Haushalte. Ein massiver Fall des Dollars gegenüber den wichtigsten Partnerwährungen wird etwas helfen, indem Exporte verbilligt, Importe aber verteuert werden. China aber als das Land mit dem grössten Überschuss macht vorläufig nicht mit und wertet seine Währung noch nicht auf. Wir hoffen, dass diese Ungleichgewichte durch graduelle Anpassungen ausgeglichen werden können und nicht zu einem Kollaps des Welthandels- und Weltwährungssystems führen.

Man kann davon ausgehen, dass die Faktoren, welche 2004 recht erfolgreich gemacht haben, im neuen Jahr fehlen werden. Die Obligationenrenditen sind an einem Rekordtief angelangt, sie werden nicht weiter sinken und irgendeinmal werden sie ansteigen. Höhere Renditen werden aber Aktien- und Obligationenpreise nach unten drücken. Die höhere Verzinsung der Anleihen von Entwicklungsländern, von denen wir grössere Mengen besitzen, hat sich laufend reduziert und dabei die Obligationenpreise ansteigen lassen. Auch diese Preise können nicht mehr weiter ansteigen, ja es ist durchaus möglich, dass sich die Renditedifferenz wieder ausweiten wird. Wir erwarten kein rasches Ansteigen der Zinsen, noch immer ist viel Liquidität vorhanden. In den USA zeigt der Trend aber eindeutig nach oben. Steigen aber die Obligationenrenditen, dann will auch der Aktionär eine entsprechend höhere Rendite und das würde (bei gleich bleibenden Gewinnen) tiefere Preise bedeuten.

Ein zweiter wichtiger Bestimmungsfaktor für die Aktienpreise ist die Profitabilität der Unternehmen als ein Prozentsatz des nationalen Einkommens. In den frühen achtziger Jahren, am Beginn des Börsenaufschwungs, erreichte sie einen Tiefpunkt von etwa 4%. Investoren und Unternehmer waren damit unzufrieden und verlangten bessere Renditen oder sie verzichteten auf Investitionen.

KRAEMER, SCHWAB & CO. AG

Investment Management

Offensichtlich haben Regierungen, Gewerkschaften und die Öffentlichkeit zugestimmt. Heute erreicht die Profitabilität 7.7% des nationalen Einkommens, ein Spitzenwert. Natürlich kann sie noch mehr ansteigen oder sie kann auf diesem hohen Niveau verharren. Wahrscheinlicher ist, dass sie wieder sinken wird, weil die anderen Marktteilnehmer wie Arbeiter, Regierungen mittels Steuern und Abgaben sowie auch die Konkurrenz dafür sorgen, dass sie unter Druck kommt. Kosten für Rohmaterial und Energie tragen zusätzlich dazu bei. Das wiederum kann die Aktienpreise unter Druck setzen.

Wir können heute auch feststellen, dass besonders die grossen Gesellschaften zurückhaltend operieren. Sie suchen vor allem Kosten zu senken, sie übernehmen andere Gesellschaften um die Produktion zu rationalisieren und Arbeitskosten einzusparen. Aber sie investieren kaum in grosse, neue Projekte oder hegen gewagte Expansionspläne. Sie versuchen, die Fehler der Boomjahre zu vermeiden und tragen Sorge zu ihren reichlichen Bargeldbeträgen. Es sind schon eher die kleinen und mittleren Betriebe, die Neues wagen und zusätzliches Personal anstellen. Es ist wichtig für die Wirtschaft, dass diese dynamischen Unternehmen nicht durch administrative und steuerliche Vorschriften allzu stark gehemmt und belastet werden, sodass ihnen die Freude am Risiko abgeht und sie resignieren.

Wie verhalten wir uns in diesem Umfeld? Der Erhalt des Errungenen kommt an erster Stelle. Heute präsentiert sich der Markt eher optimistisch, morgen kann sich das ändern. Da wir keinen klaren Trend nach oben erwarten, versuchen wir eher defensiv zu investieren. Viele Aktien sind wohl korrekt bewertet im heutigen Umfeld. Sollte eine Schwächephase einsetzen und negative Ereignisse mehr Gewicht bekommen, werden wir versuchen, davon zu profitieren. Unser Augenmerk gilt den Gesellschaften mit starken Bilanzen und guter Profitabilität, welche nach Rückschlägen reelle Chancen haben, Umsatz, Gewinn und Dividenden wieder zu erhöhen. Wenn wir konsequent diese Regeln respektieren, sollten wir akzeptable Resultate erzielen. Zu den attraktiven Sektoren gehören etwa Pharma und Konsumgüter, dann auch Versicherungen und Banken. Sie weisen tiefe Bewertungen auf und sind eher unpopulär. Die Pharmabranche durchläuft eine schwierige Phase. Trotz riesiger Forschungsaufwendungen hat sie Mühe, wichtige Neuentdeckungen auf den Markt zu bringen. Gleichzeitig müssen äusserst erfolgreiche Produkte vom Markt genommen oder ihre Verwendung eingeschränkt werden, da sie negative Nebeneffekte auslösen. Enorme Schadenersatzforderungen werden für Jahre ein Problem für die Industrie bleiben. Es ist aber auch unbestritten, dass die Profitmargen sehr hoch sind und das Altern der Bevölkerung die Nachfrage ständig steigert. Die führenden Gesellschaften mit ihren grossen Verkaufsorganisationen halten eine Schlüsselstellung, da sie, neben dem Absatz der eigenen Produkte, auch als Partner für den Vertrieb von vielversprechenden Heilmitteln von kleineren Unternehmen attraktiv oder gar unabdingbar sind. Versicherungsgesellschaften haben in den letzten Jahren Rekordverluste erlitten, angefangen mit der Zerstörung des World Trade Centers in New York, Terrorangriffen in Spanien und den Unwetterkatastrophen in Europa, der Karibik, den USA und nun in Asien. Dazu kamen in vielen Fällen grosse Verluste auf Aktien und Beteiligungen, verursacht durch unvorsichtiges, kurzfristiges und allzu opportunistisches Handeln während der Boomjahre. Wir nehmen an, dass sie durch Schaden nun etwas klüger geworden sind und diese Fehler nicht so schnell wiederholen. Versicherungsprämien sollten attraktiv bleiben angesichts des grossen Schadenanfalls. Konsumgüterhersteller wie Nestlé, Unilever, Heineken und Colgate leiden unter dem Konkurrenzdruck von Discount Läden wie Wal-Mart, Aldi und Lidl. Sie unterbieten mit billigeren Eigenmarken die teureren Markenartikel. Umsätze steigen nur harzig, wegen hoher Kosten für die Verkaufsförderung sind die Profitmargen unter Druck. Zudem leiden die internationalen Firmen unter der Schwäche des Dollars. Starke Marken haben sich aber langfristig meistens durchgesetzt, da sie oft auch zu den am günstigsten Produzierenden gehören. Banken weisen eine tiefe Bewertung auf, wohl weil ihre Gewinne zyklisch sind. Sie arbeiten mit viel Fremdkapital, was im Fall von Verlusten gefährlich werden kann. Wir stellen aber auch hier fest, dass sie das spekulative Verhalten der Boomjahre abgelegt haben und die tiefe Bewertung macht sie attraktiv.

Wir gehen ins neue Jahr vorsichtig, aber nicht pessimistisch, bereit, die sich bietenden Chancen zu nutzen. Dabei machen wir uns auch auf schwierige Zeiten gefasst, und wir rechnen mit bescheideneren Resultaten als im 2004. Es ist aber nicht ausgeschlossen, dass wir positiv überrascht werden.

Roland Schwab, 3. Januar 2005