

KRAEMER, SCHWAB & CO. AG

Investment Management

Rückblick 2007 und Ausblick 2008

2007 war – nach 4 guten Jahren – eine grosse Enttäuschung, da der durch tiefe Zinsen genährte Boom ein Ende fand. Die Zuversicht des Jahresanfangs wurde durch die Subprime Krise in der zweiten Jahreshälfte arg in Mitleidenschaft gezogen. Ein neuartiges Derivat, CDO oder „Collateralized Debt Obligation“ trägt nach aussen die Hauptschuld, aber in Wahrheit haben viele verschiedene Faktoren zur Entstehung dieser Hausse beigetragen. Die CDO wurde entwickelt unter der Annahme, dass ein Paket von Hypotheken aus verschiedenen Regionen das Ausfallrisiko reduzieren würde, da diese Märkte wenig miteinander korrelieren. Ratingagenturen wie Standard & Poor's gaben den Papieren hohe Qualitätsnoten, basierend auf der breiten Diversifikation, wobei diese Bewertungen auf komplizierten theoretischen Modellen beruhte, die nicht praxiserprobt waren. Wir vermuten, dass die hohen Einnahmen aus diesem Geschäft der Objektivität der Prüfung geschadet haben. Im Verlauf des Immobilienbooms wurde dieses ursprünglich sinnvolle Wertpapier für die Finanzierung von Hypotheken laufend unsorgfältiger und verantwortungsloser, ja am Schluss auf kriminelle Art und Weise, geschaffen, umgepackt und weiterverkauft, sodass es in eine riesige Geldvernichtungsmaschine pervertierte. Während früher Banken und Finanzinstitute sorgfältig Bonität von Schuldner und Kaufobjekt prüften, änderte sich das Verhalten im Zeitalter der Umwandlung von Krediten in Wertpapiere: Die Hypotheken wurden, gegen eine Gebühr, rasch in neue Investment Vehikel verpackt und verkauft. Das Risiko trug nun der Erwerber. Es scheint, dass Banken und Finanzinstitute periodisch neuen Produkten oder Anlagemoden aus massloser, verantwortungsloser Geldgier bis zum Exzess nachrennen und dann beim Platzen der Blase riesige Verluste einfahren. Mitte der 80er Jahre waren es riesige Kredite an südamerikanische Staaten, am Anfang der 90er Jahre waren es Liegenschaften und Hypotheken, 1998 bis 2000 waren es die Technologie-, Media und Telecomwerte und jetzt 2007 die Subprime Hypotheken. Die Liste der grössten Verlierer ist fast identisch mit der Liste der grössten Banken und Finanzhäuser.

Wir haben zwar nicht in CDOs investiert, aber in Banken, die in dieser Krise erhebliche Verluste erlitten haben. Zudem beeinträchtigt die ausgebrochene Finanzkrise auch Gesellschaften, die direkt nicht von den Verlusten dieser Papiere betroffen sind. Es ist erheblich schwieriger geworden, irgendwelche Kredite zu bekommen, weil das allgemeine Misstrauen stark gewachsen ist. Die zurückhaltende Kreditvergabe wird das Wirtschaftswachstum dämpfen, es ist auch gut möglich, dass es zu einer Rezession kommt, d.h. eine Zeit, da die Wirtschaft leicht schrumpft. Für die meisten Investoren ist das ein Schreckensszenario und die Zentralbanken tun alles, um eine solche Situation zu vermeiden.

Wir sehen das doch anders. Schliesslich sind wir Value Investoren. Als solche freuen wir uns nicht gerade über eine Rezession, aber die Aussicht auf solche Zeiten veranlasst viele Investoren, zu verkaufen und damit sinken die Börsenpreise. Das gibt uns die Möglichkeit, gute Titel zu vorteilhaften Preisen zu kaufen. Buffett ist jetzt 78 Jahre alt. Er sagt, er hoffe in seinem Leben noch 2 Rezessionen zu erleben, die ihm günstige Einstiegsmöglichkeiten für seinen Bargeldhort von über \$40Mrd. und den jährlichen Cash Flow von etwa \$10 Mrd. bieten. Eine miese Börsenstimmung hat auch ihre guten Seiten. Wer billig einkauft und dann die nötige Geduld aufbringt, auf den nächsten Aufschwung zu warten, hat grosse Chancen, einen überdurchschnittlichen Gewinn zu machen. Man darf sich einfach nicht von der negativen Stimmung im Markt anstecken lassen, auch wenn man nicht weiss, wann der Aufschwung kommen wird. Wenn man seine Positionen hält, bei tiefen Preisen dazukauf, während der Wartezeit durch Dividenden eine angemessene Verzinsung erhält, in der Krise nicht verkaufen muss, kann man auch eine längere Durstzeit durchhalten und getrost auf sonnigere Tage warten. Niemand weiss heute, ob wir einen realen Rückgang haben werden oder nicht, die Chancen sind vielleicht 50 zu 50, aber selbst dann würden wir unseren Anlagestil nicht ändern.

... / ...

Investoren fragen sich auch, wie stark Banken und Finanzinstitute unter Krise und Rezession leiden werden, ob noch grosse Verluste bevorstehen und wie lange es dauern wird, bis sie sich davon erholt haben. Darauf gibt es keine präzise Antwort. Die heutigen Preise eskomptieren aber sehr viel Negatives und in der Vergangenheit hat es sich immer wieder gelohnt, in Zeiten von grossem Pessimismus zu kaufen. Man muss auch sagen, dass der Aufschwung oft länger auf sich warten lässt, als ursprünglich angenommen. Entscheidend ist, dass man in starke, profitable Unternehmen investiert, die sich wieder im Markt durchsetzen werden. Was zählt ist der Erfolg über eine Zeitperiode von mehr als fünf Jahren. In diesem Sektor setzen wir auf HSBC, Royal Bank of Scotland, UBS, Hypo Real Estate und bei den Versicherungen auf Allianz, Münchner Rück, Hannover Rück, Swiss Re und AIG.

Ähnliches lässt sich auch über andere Sektoren sagen, die unbeliebt sind, die wir aber favorisieren. Es sind dies Pharma und medizinische Technologie. Nach einer Periode schnellen Wachstums mit einigen wenigen sehr profitablen Block Busters muss diese Industrie umstellen auf eine Strategie, bei der sie eine grössere Zahl von Produkten anbietet, die nicht weltweit einen riesigen Markt haben, sondern für spezifische Indikationen angewendet werden und weniger anfällig sind in Bezug auf Nebenwirkungen. Diese Umstellung braucht Zeit, erfordert ein Umdenken und den Abbau von Produktions-, Forschungs- und Personalkapazitäten. Bei den Anlegern ruft das Skepsis und sinkendes Vertrauen hervor. Wir aber glauben, dass die Bedürfnisse einer alternden Bevölkerung wachsen und die Chancen von neu ausgerichteten Anbietern auf längere Frist, angesichts der tiefen Bewertungen, hervorragend sind. Unsere Favoriten sind Johnson & Johnson, Glaxo, Medtronic, Synthes und Zimmer.

Eine interessante Gruppe, obwohl zurzeit in der Wirtschaft eher aus der Mode gekommen, sind die Konglomerate wie Berkshire Hathaway, Pargesa und Cheung Kong. Sie sind weniger fokussiert als ihre Konkurrenten, haben aber den Vorteil, dass sie breiter abgestützt sind und daher die Risiken diversifizieren. Dank ihrer Stabilität eignen sie sich sehr gut als Grundlage eines persönlichen Portfolios. Mit allen haben wir über die Jahre gute Erfahrungen gemacht, die besten natürlich mit Berkshire. Trotz seines Alters ist Buffett, angesichts der gegenwärtig tiefen Aktienpreise, ein sehr aktiver Einkäufer für seine Gruppe. Er steht auch im Rampenlicht, weil er über riesige Bargeldbestände verfügt, während viele seiner Konkurrenten in der Klemme sind und Geld auftreiben müssen, um Verluste auszugleichen. Nach Jahren mit viel Kritik, er sei zu vorsichtig und zu sehr der „old economy“ verhaftet, hat er jetzt seine Genugtuung und das dürfte wie eine Verjüngungskur auf ihn wirken. Eindrücklich hat sich auch der Aktienkurs entwickelt. Berkshire weist heute die dritt- oder viertgrösste Börsenkapitalisierung aller US-Unternehmen auf, über \$200 Mrd. Nicht schlecht, wenn man 1965 mit \$12 Mio. angefangen hat. Ähnlichen Alters wie Buffett sind auch Albert Frère (81) von Pargesa und Li Ka-shing (79) von Cheung Kong.

In den vergangenen Jahren haben kleine und mittlere Firmen sich besser entwickelt als die grossen, gut etablierten Blue Chips. Letztere haben in vielen Fällen seit dem Boom in den Jahren 1998 bis 2000 mehr oder weniger stagniert und wurden vernachlässigt. Ihre Gewinne sind aber kontinuierlich gestiegen und sie sind heute bedeutend günstiger bewertet als damals; zudem haben sie in schwierigen Zeiten dank ihrer solideren Finanzen und einer starken Etablierung im Markt einen Vorteil. Wir glauben, dass sie gute Chancen haben in Zukunft eine bessere Performance zu zeigen. In diese Gruppe gehören u.a. GE, Home Depot, American Express, Walmart, Carrefour und Reed Elsevier.

Am Anfang des neuen Jahres herrschen Ungewissheit und Zweifel, die Erwartungen sind sehr gedämpft. Es könnte aber durchaus sein, dass uns das Jahr am Ende noch positiv überraschen wird. Die Bewertungen sind zum Teil tief, die Dividendenrenditen relativ hoch und die Rentabilität ist immer noch sehr gut. Wir wollen es wie die Vorbilder Buffett & Co. halten, nämlich in schwierigen Zeiten optimistisch bleiben und bei schwachen Kursen dazukaufen.