

PERSPEKTIVEN AN DEN EFFEKTENMAERKTEN

Vortrag gehalten von Dir. F. Lips
in München am 9.7.1979

Ein Anlageberater, der heute seinen Kunden einen Ueberblick über die Finanzmärkte geben muss, ist sich bewusst, dass er wie noch nie in deren Geschichte vor einer dauernd wechselnden Situation steht. Seine Analysen und Prognosen von heute sind morgen schon überholt und bedürfen einer Korrektur. Wieviel schwieriger muss es dann für einen Anleger sein, der weder über die gleichen Informationsquellen noch über die notwendige professionelle Ausbildung verfügt.

Vertreibung aus dem Paradies

Vor 20 Jahren war das Anlagegeschäft ungleich viel einfacher. Man investierte damals beispielsweise 5% eines Portefeuilles in Oelaktien, 5% in Bankaktien, Pharmaktien etc. und einen bestimmten Prozentsatz in Festverzinsliche. Diese Prozentsätze wurden etwas angepasst, je nachdem, ob man eine Rezession oder einen Konjunkturaufschwung erwartete. Diese paradiesische Situation wird vermutlich für lange Jahre nicht mehr eintreten, da die Weltwirtschaft am Ende eines sogenannten Superzyklus ist, in der Tat dessen Gipfel schon lange überschritten hat und talwärts fährt. Ferner gibt es, seit im August 1971 Präsident Nixon das sogenannte Goldfenster schloss, kein Währungssystem mehr, sondern zunehmend chaotische Zustände an den Devisenmärkten, wobei Tagesschwankungen von 2, 3 oder 4% in den wichtigsten Währungen keine Seltenheit sind. Das Ende von all dem ist nicht abzusehen, aber vermutlich könnte alles in einigen Jahren, wie dies verschiedene ernsthafte Beobachter erwarten, in einer schweren Weltwirtschaftskrise enden. Schon die letzte Rezession war statistisch der schwerste Einbruch seit der Krise der 30er Jahre.

Dies alles macht es für einen Anleger enorm schwer, nicht nur seine Substanz zu erhalten, sondern überhaupt Verluste zu vermeiden. Von Gewinn kann ja, von seltenen Fällen abgesehen, wohl kaum mehr die Rede sein.

Sicherheit als oberstes Ziel

Das wichtigste für jeden Anleger ist heute die Sicherheit geworden, Sicherheit und nochmals Sicherheit. Früher wollte man unbedingt mit jeder Anlage möglichst viel verdienen. Die Erfahrungen der letzten Jahre haben indessen gezeigt, dass heute die Gefahren enorm sind und dass man eben sehr leicht auch verlieren kann. Deshalb ist heute das Kriterium der Sicherheit in den Vordergrund gerückt. Die Anleger haben begonnen umzudenken, was übrigens vom menschlichen Standpunkt nicht einmal unbedingt eine schlechte Entwicklung ist. Man hatte ja gar keine Relation mehr zu den Werten.

Zuerst kommt das Inventar

Was jeder Anleger als erstes tun sollte, ist ein Inventar zu erstellen. Er sollte genau feststellen, wieviel er besitzt, wieviel er verdient und wieviel er braucht zum Leben und wieviel ihm übrigbleibt zu investieren.

Eine derartige Vermögensanalyse sollte dabei eine geographische, sachliche und liquiditätsmässige Streuung beinhalten.

Vermögensanalyse

per

1. Barmittel
 2. Sparhefte
 3. Wertpapiere
 - a) Festverzinsliche
 - b) Aktien und Wandelanleihen
 4. Eventuelle Beteiligungen
 5. Immobilien
 6. Kunstschatze
 7. Diverses (Auto, Möbel)
- Geographische Streuung
- Liquiditätsstatus

Wahrscheinliche zukünftige Einnahmen

8. Ungefähreres Jahreseinkommen	FR
a) Salär und Bonus	FR
b) von Investitionen	FR
c) Diverses	FR

Verpflichtungen

9. Jährliche Ausgaben für Unterhalt der Familie	FR
10. Ausbildung und Erziehung der Kinder	FR
11. Steuern	FR
12. Versicherungsprämien	FR
13. Diverses	FR

Ersparnisse

14. Jährlich verfügbar für Investitionen	FR
---	----

Was bringt uns die Zukunft

Bevor man zu investieren beginnt, oder bevor man Investitionsentscheidungen trifft, sollte man sich grundsätzlich Gedanken darüber machen, was die Zukunft bringen könnte. Dabei gehen die Meinungen natürlich sehr weit auseinander. Wahrscheinlich gibt es darüber ebenso viele Ansichten wie es denkende Menschen gibt. Ferner sollte man sich nicht allzu stark auf offizielle Ausserungen von Staatschefs und Finanzministern verlassen, da Politiker gewöhnlich nur ihr ureigenes Interesse vor Augen haben.

Die entscheidende Feststellung, welche man heute machen kann, ist diejenige, dass der Inflationsprozess politisch und wirtschaftlich derart tief verwurzelt ist, dass er vermutlich noch recht lange die wirtschaftlichen Ereignisse bestimmen wird.

Es gibt indessen bedeutende Oekonomen, welche darauf hinweisen, dass das Schuldenproblem, d.h. die Verschuldung von Staaten, Städten, Gesellschaften, Banken und Privatpersonen ein derartiges Ausmass angenommen hat, dass es

früher oder später zu Bankkrächen und Bankrotten kommen muss, mit einer Deflation und weltwirtschaftlichen Krise als logische Konsequenz.

Diese Anlaysen sind sehr oft gut fundiert und es besteht in der Tat eine Gefahr, dass es dazu kommt. Man denke nur an die Probleme mit den unterentwickelten Ländern und die Kredite, welche nie zurückbezahlt werden oder an die Probleme der New Yorker Banken mit Real Estate Investment Trusts (REIT's) und Tankerkrediten.

Diese Annahmen basieren sehr oft aber auf historischen Vergleichen, indem Parallelen mit 1929-32 gezogen werden. Dabei darf aber nicht vergessen werden, dass wir damals unter einem Goldstandard oder vielmehr Golddevisenstandard lebten mit einem entsprechenden Zwang zu Disziplin. Diese Situation ist heute nicht mehr gegeben und die Zentralbanken sind nicht mehr an Dinge wie Golddeckungspflicht gebunden, sondern sind frei zu inflationieren, d.h. Geld zu drucken.

Eine weitere Schule vertritt die Meinung, dass es bald zu einer galoppierenden Inflation mit einer damit verbundenen Flucht aus den Währungen kommen wird.

Es wäre unbedingt verfehlt, diese beiden Möglichkeiten zu ignorieren. Aber die Regierungen und Zentralbanken sind sich vollkommen im klaren über die damit verbundenen Gefahren und versuchen deshalb zu lavieren und die Lösung der Probleme so lange wie möglich hinauszuschieben.

Ein amerikanischer Beratungsdienst veröffentlichte vor einiger Zeit eine Aufstellung darüber, wie die möglichen zukünftigen Perspektiven gewertet werden können. Diese Einschätzung der Lage scheint mir ziemlich realistisch und ich möchte nachstehend die einzelnen Anlagensektoren aufgrund dieser Erkenntnis diskutieren.

Chancen in 100

- | | |
|---|----|
| 1. Weder das eine noch das andere, aber längerer Inflationierungsprozess über viele Jahre (Dekaden) | 46 |
| 2. Beschleunigte Inflation und Flucht aus den Währungen innerhalb von wenigen Jahren | 22 |
| 3. Neue inflationäre Hochkonjunktur, aber von kürzerer Dauer als diejenige von 1946-65 | 17 |

- | | |
|--|----|
| 4. Drastische Deflation und Kreditkollaps innerhalb von wenigen Jahren | 11 |
| 5. Wiederherstellung von stabiler Prosperität | 4 |

(Quelle: American Investment Services Inc.)

Wie und wer soll verwalten

Nachdem der Investor also sein Inventar gemacht hat und sich einigermaßen über die Möglichkeiten, welche die Zukunft bringen könnte, im klaren ist oder vielmehr zu sein scheint (denn es gibt ja absolut keine wissenschaftliche Methode, wie man die Zukunft auch nur einigermaßen genau voraussehen kann), geht es also um die Entscheidung 'wer soll seine Anlagen verwalten?'

Mein Rat hier ist der folgende: Wenn man nicht die ganze Zeit auf das Studium der Investitionsmöglichkeiten verwenden kann, dann suche man sich einen vertrauenswürdigen Berater.

Diesen wird man am ehesten in einer Grossbank, einer Privatbank oder in einer der in letzter Zeit vor allem in Deutschland aufgekommenen Vermögensverwaltungsfirmen finden.

In den letzten Jahren hat sich die Qualität der Beratung in den meisten Banken stark verbessert. Während früher die Beratung meist in den Händen von Börsianern lag, so gibt es heute Hunderte von gut ausgebildeten Finanzanalytikern.

Ich kann mich dagegen noch gut erinnern an eine Episode in einer Bank, wo ich als junger Mann arbeitete. Wenn man dort den verantwortlichen Börsendirektor um seine Meinung fragte, weshalb die Börse sich an einem bestimmten Tag so schwach verhalten habe, dann zog er kurz an seiner Zigarre, setzte eine wichtige Miene auf und meinte bedächtig: Es ist halt Dienstag.

Diese Zeiten sind heute endgültig vorbei. In Deutschland gibt es ca. 300 Finanzanalytiker und in der Schweiz nicht weniger als 400. Das Entstehen dieses neuen Berufes desinteressierter und vorsichtiger Analytiker, die keine

Interessensverbindungen und -verpflichtungen haben und deren einzige Aufgabe darin besteht, ein Wertpapier aufgrund seiner Qualität zu beurteilen, ist eine der konstruktivsten und gesündesten Erscheinungen der letzten 50 Jahre.

Das einzige Problem besteht darin, die guten Leute zu finden. Man findet sie sowohl in den Gross- wie auch in den Privatbanken. Dabei haben Privatbanken gerade auf dem Gebiet der Vermögensverwaltung vieles, das für sie spricht, da sie oft nicht im Kreditgeschäft tätig sind und ihre Partner oder Direktoren auch nicht in den Aufsichtsräten der grossen Gesellschaften vertreten sind. Dadurch sind sie in der Lage, unabhängiger zu raten und die Gefahr von Interessenskonflikt ist weitgehend gebannt.

Auf den Seiten 4 und 5 haben wir gezeigt, mit welchen Möglichkeiten in den nächsten Jahren zu rechnen ist. Bevor wir uns endgültig der Diskussion der Anlagemöglichkeiten zuwenden, scheint es mir interessant zu sein, noch einmal darauf hinzuweisen, was mit den Ersparnissen der Amerikaner in den letzten 40 Jahren passiert ist. Dabei war der \$ bis vor einigen Jahren noch eine der härtesten Währungen der Welt. Die Aufstellung zeigt, dass die Amerikaner seit 1940 auf ihren Ersparnissen (welche sich zusammensetzen aus Sparheften, Sparkonten und Kontokorrenten, Lebensversicherungen, privaten Pensionen, staatlichen Pensionen, Staatsanleihen, Anleihen von Staaten und Städten) \$ 2400 Mrd. an Wert eingebüsst haben. D.h. die amerikanischen Sparer haben in den Jahren 1939-78 von einer Sparsumme von insgesamt \$ 4850 Mrd. (ausgedrückt in heutigen Dollars) infolge Inflation ca. die Hälfte eingebüsst.

Milliarden Dollars

1	2	3	4	5
Jahr	Total Ersparnisse damalige Dollars	Relative Kaufkraft des Dollars ^x	Ersparnisse ausgedrückt in heutigen Dollars	Effektiver Kaufkraftverlust in heutigen Dollars
1939*	127.6	100.0	620.0	492.2
1940	11.9	99.2	57.3	45.4
41	9.3	95.3	43.8	33.7
42	23.3	85.7	96.9	73.6
43	35.7	79.8	138.2	102.5
44	41.7	79.4	160.6	116.9
45	38.1	77.1	142.5	104.4
46	17.5	74.8	63.5	46.0
47	12.0	63.3	36.9	24.9
48	7.7	57.9	21.6	13.9
49	9.0	58.5	25.5	16.5
1950	10.3	58.6	29.3	19.0
51	18.2	53.8	47.5	29.3
52	20.4	52.6	52.1	31.7
53	20.8	52.1	52.6	31.8
54	20.2	51.8	50.8	30.6
55	25.7	52.1	65.0	39.3
56	27.2	51.3	67.7	40.5
57	25.9	49.6	62.3	36.4
58	28.0	48.2	65.5	37.5
59	35.5	47.9	82.5	47.0
1960	29.2	47.1	66.7	37.5
61	31.3	46.7	70.9	39.6
62	39.9	46.2	89.4	49.5
63	45.9	45.6	101.5	55.6
64	53.5	45.0	116.8	63.3
65	56.3	44.1	120.5	64.2
66	52.9	43.0	110.4	57.5
67	66.4	41.9	135.0	66.6
68	71.4	40.2	139.3	67.9
69	55.4	38.1	102.4	47.0
1970	77.1	35.9	134.3	57.2
71	96.1	34.5	160.9	64.8
72	119.5	33.4	193.6	74.1
73	134.8	31.6	206.7	71.9
74	136.0	28.5	188.1	52.1
75	161.4	26.1	204.4	43.0
76	189.0	24.6	225.6	36.6
77	224.0	23.0	250.0	26.0
78	243.4	21.4	252.7	9.3

Gesamtverlust, 1940 bis und mit 1978 \$ 2.400.8

* Ende Jahr

x Zahlen Mitte Jahr verglichen mit dem 1939 Dollar nach 1939
Dezember 1978 = 20.6

Quelle: American Investment Services Inc.

In Anbetracht dieser Sachlage stellt sich verständlicherweise die Frage, wie man sich denn überhaupt gegenüber dieser Entwicklung schützen kann. Antwort: Es ist sehr schwer, sich in befriedigender Weise dagegen zu schützen!

Wie verhält es sich mit den einzelnen Anlagesektoren?

Sparkonten, Kontokorrente

In den letzten Jahren hat die Inflationsrate in den meisten Ländern den Ertrag, den man auf dieser Art von Anlagen erhielt, regelmässig übertroffen. Trotzdem gibt es viele Menschen, welche beträchtlich Teile ihres Vermögens in dieser Form angelegt haben. Sie müssen sich indessen bewusst sein, dass sie auf der Verliererseite sind. Aber viele ziehen es trotzdem vor, liquide zu bleiben, um vor allem keine Risiken mit Aktien oder andern Anlagen einzugehen.

Aufgrund der gemachten Erfahrungen und der Zukunftserwartungen sollte man diesen Anteil jedoch keineswegs zu hoch halten.

Festverzinsliche

Bei den festverzinslichen Werten steht heute eine wichtige Ueberlegung im Vordergrund, nämlich die der Währung. Für den Kapitalanleger, der in der Schweiz oder in der Bundesrepublik wohnhaft ist und in diesen Währungen denkt, waren Anlagen in allen andern Währungen mit Ausnahme des Yen, und dies auch erst im letztem Jahr, "lebensgefährlich". Um keine Verluste zu erleiden, musste man in SFR bleiben. Aber dafür ist die Rendite niedrig. Die Lage der DM-Festverzinslichen ist nicht viel besser, wobei dort die Zinssätze eher ansteigen. Dollar-Festverzinsliche bieten wohl bessere Renditen, aber hier sind wir mit besonderen Währungsrisiken konfrontiert. Zudem zeichnen sich von Zeit zu Zeit Kreditengpässe oder, wie die Amerikaner dies nennen, ein "Credit Crunch" ab. Der nächste könnte dabei umso schärfere Ausmasse annehmen, je länger die amerikanische Bundesbank, das Fed, versucht, die Zinssätze niedrig zu halten. Diese hat nämlich in den letzten Jahren eine Politik betrieben, die ganz im Gegensatz zu den Lippenbekenntnissen ihrer Leiter stand.

Dr. Burns wie Herr Miller sind an der Oberfläche beide harte Inflationsgegner und -bekämpfer. Aber im Grunde haben sie nichts anderes getan, als gehorsam die ständig wachsenden Haushaltdefizite zu finanzieren. Noch nie ist die für die Geldmenge entscheidende Kreditbasis des Fed so rasch gewachsen wie jetzt seit Amtsantritt von Miller,

der sich wie man weiss, lange gegen die sich allein schon durch die Marktlage aufdrängenden Diskontsatz-erhöhungen - allerdings erfolglos - gewehrt und damit gezeigt hat, dass er vermutlich ein von Carter "gekaufter" Mann ist. In seinem Leitartikel vom 17.7.78 stellte das "Wall Street Journal" fest: "So wie die Sache heute steht, gibt es in Washington keine Inflationsbekämpfer von Bedeutung, und dies ist in der Tat eine traurige Situation".

Dollars überschwemmen die Welt

Da nun die amerikanische Notendruckpresse fröhlich läuft, ergiesst sich ein unendlicher Strom von Dollars über die Welt, der zu einem gefährlichen Dollarüberhang geführt hat. Ausländische Zentralbanken verfügen allein über \$ 130 Mrd. und weitere \$ 400-500 Mrd. befinden sich in privaten Händen. Der Dollar scheint deshalb heute gefährdeter zu sein als irgendwann in den letzten 20 Jahren, und ein weiteres Absinken scheint längerfristig fast unausweichlich.

Diese Entwicklung hat aber ganz andere, schwere Konsequenzen, indem nämlich die Zentralbanken derjenigen Länder, welche bisher noch harte Währungen hatten, andauernd Dollars kaufen mussten, um ein weiteres Ansteigen ihrer Währung und damit eine noch grössere Benachteiligung ihres Aussenhandels möglichst zu bremsen. Bekanntlich muss die Nationalbank oder die Bundesbank für jeden Dollar, den sie kauft, eine entsprechende Anzahl Franken bzw. DM abgeben. So hat sich denn auch die Kreditbasis der Schweizerischen Nationalbank 1977 sehr stark ausgeweitet. Dasselbe trifft auch für die Bundesrepublik und Japan zu. Somit wurde in diesen Ländern zwangsläufig ein unheimliches Inflationspotential geschaffen, das sich schon lange in höheren Inflationsraten niedergeschlagen hätte, wären nicht in diesen Ländern gerade durch die hohen Aufwertungssätze bedeutende deflationäre Kräfte am Werk. Dabei haben wir von den inflationären Auswirkungen der Energiekrise überhaupt noch nicht gesprochen.

Aufgrund der Erfahrungen mit der Inflation in den letzten Jahren sowie unserer zukünftigen Erwartungen scheint also ein Obligationenbesitzer ein sicherer Verlierer zu sein. Der Spruch "wer Aktien hat, kann gut leben und wer Obligationen hat, kann gut schlafen" stimmt in keiner Weise. Dr. Franz Pick, der bekannte Währungsexperte bezeichnet Anleihen deshalb als "Zertifikate garantierter

Konfiskation". Ein älterer, mir bekannter Bankier und früherer Finanzminister hat kürzlich erzählt, dass er in seinem ganzen Leben noch nie ein Portefeuille gesehen hat, das älter wurde als 50-60 Jahre. Man denke dabei nur an die Entwicklung der Mark.

Wenn also Festverzinsliche in Inflationszeiten derart enttäuschende Anlagen darstellen, wie steht es dann damit in Deflationszeiten?

Obligationen in der Deflation

Festverzinsliche Anlagen haben in den letzten Jahren trotz Inflation und Währungsunruhen dennoch stark an Popularität gewonnen. Der Grund dafür liegt insbesondere in der enttäuschenden Entwicklung des Aktienmarktes. In-dessen haben die Portfoliomanager unserer Generation wenig Erfahrung und sehr unklare Vorstellungen, was passieren kann in einer Periode, in der Obligationen alles andere als sicher sind.

Eine derartige Periode war die Zeit von 1929-32. Die Obligationenpreise zogen während den ganzen 20er Jahren andauernd an und reflektierten die populäre Ansicht, dass die Welt sich in einer neuen Aera von wirtschaftlichem Wachstum und Prosperität befinde. Als dann die Spekulation an der Aktienbörse überhand nahm, begann das Fed Reserve Ende 1927 anfangs 1928 über die Börse besorgt zu werden und versuchte, das wilde Treiben durch eine straffere Kreditpolitik einzudämmen. Wir alle wissen, dass dies nicht gelang. Durch die Börsenbaisse und die anschliessende Depression wurde das internationale Finanzsystem derart geschwächt, dass viele Schuldner nicht mehr bezahlen konnten. Dies führte alsdann zu einer Panik auf den Obligationenmarkt, von der nur die stärksten Schuldner verschont wurden. Von 1930-32 sank der Obligationenindex der Herald Tribune von 100,98 auf nicht weniger als 65,61, wobei viele internationale Anleihen, aber auch nationale Anleihen auf unter 10% ihres Nominalwertes fielen.

<u>ISSUE</u>	<u>1930 HIGH</u>	<u>1932 LOW</u>
Abitibi Power & Paper 5's '53	89	10
Argentina 5 1/2's '62	96	31
Austria 7's '57	95	20
Berlin (City of) 6's '58	95	15
Bogota (City of) 8's '45	99	7
Bolivia (Republic) 8's '47	100	3
Brazil 7's '52	94	11
Chile 6's '62	94	3
Cologne (City of) 6 1/2's '50	99	16
Dominican Republic 5's '40	97	28
El Salvador 8's '48	110	20
Finland 5 1/2's '58	92	35
Greece 6's '68	89	17
Holland-American Lines 6's '47	92	13
Italian Public Utilities Inst. 7's '52	98	55
Jugoslavia Mortgage Bank 7's '57	86	17
Krueger & Toll 5's '59	101	6
Lautaro Nitrates Ltd. 6's '54	88	12
Minas Gerais (State of) 6's '58	83	8
New South Wales (State of) 5's '57	90	20
Oslo Gas & Electric 5's '63	100	48
Peru (Republic) 6's '60	84	3
Queensland (State of) 6's '47	104	47
Rio de Janeiro 6 1/2's '53	85	5
Siemens & Halske 6's '51	108	27
Sweden (Kingdom of) 5 1/2's '54	107	25
Tokyo Electric 6's '53	93	26
Uruguay (Republic of) 6's '60	100	20
Vienna (City of) 6's '52	91	31
Westphalian Electric Power 6's '53	91	11
Yokohama (City of) 6's '61	99	40

Es hatte sich damals gezeigt, dass viele Anleger die Qualität ihrer Anleihen zu wenig kannten und studierten. Die Lehre, die man daraus ziehen konnte, ist, dass man nur Festverzinsliche erwerben sollte, von denen man sicher ist, dass die Zinsen in jedem Wirtschaftsklima bezahlt werden und das Kapital zu jeder Zeit zurückbezahlt wird. Natürlich bieten solche Qualitätsanleihen gewöhnlich weniger attraktive Zinssätze als riskantere Papiere.

Wann sind Obligationen eigentlich interessant?

Obligationen waren im allgemeinen gute Anlagen, wenn einige der folgenden Bedingungen erfüllt waren:

1. Wenn Zinssätze stabil sind oder fallen
2. Wenn das allgemeine Preisniveau stabil ist oder fällt
3. Wenn Gewähr besteht, dass Zinsen bezahlt werden und das Kapital zurückbezahlt wird
4. Wenn sich die Kreditoren gegenüber den Debitoren in einer Vorzugsstellung befinden.

Natürlich ist ein Obligationeninvestment noch interessanter, wenn das Zinseinkommen reinvestiert werden kann, ohne dass darauf Steuern bezahlt werden müssen.

In den letzten Jahren waren Festverzinsliche infolge der vorgehend beschriebenen Faktoren keine sehr guten Anlagen.

Einige Ratschläge für den Kauf von Festverzinslichen

Da die meisten Investoren aus Ertragsgründen nicht alles in Bargeld belassen oder in Gold, Aktien oder Grundstücke investieren können, sondern auch Festverzinsliche kaufen müssen, sollten sie bei Anlagen in diesem Sektor immerhin folgendes beachten:

1. Man kaufe nur erste Qualität, d.h. Anleihen der besten Schuldner.
2. Man engagiere sich nur in den besten Währungen, d.h. in SFR und DM. Wenn man sich in einer andern Währungen engagiert, dann empfiehlt es sich, sich durch eine Devisenkursabsicherung vor Währungsverlusten zu schützen.

3. Man engagiere sich momentan auf keinen Fall langfristig. Wenn langfristige Anleihen, dann nur als Spekulation auf einen Zinsrückgang. Oder aber im Fall von notleidenden Anleihen, und auch dann nur, wenn man ganz sicher ist, dass die Sanierung erfolgreich sein wird.
4. Wenn man überzeugt ist, dass die Inflation zurückgeht, kann man sich ebenfalls langfristig engagieren.

Aktien

Nach den glänzenden Resultaten, welche man in den ersten Nachkriegsjahren mit Aktien erzielen konnte, sind dieselben in der letzten Zeit mehr und mehr in Verruf gekommen. Dafür gibt es viele Gründe, allen voran die Inflation, der Zerfall des Währungssystems, Wohlfahrtsstaat begleitet mit hoher Besteuerung, etc.

Dies sind einige der Hauptgründe, weshalb viele Investoren bei Geldanlagen Festverzinslichen mehr und mehr den Vorzug geben.

Es ist heutzutage sehr schwierig geworden, Aktien zur Anlage zu empfehlen, wenn man nicht ganz genaue Informationen über die Gesellschaften besitzt. Meistens werden den Banken Aktien von zweitklassigen Brokern empfohlen, welche sich zudem auf drittklassige Informationen stützen.

Das Problem der Information ist überhaupt sehr schwierig geworden und es ist heute so, dass vielfach zu viele Information gegeben wird und die wichtigste Arbeit besteht darin, die unwesentlichen Einzelheiten von den wesentlichen Faktoren zu scheiden und zu erkennen, was diese Faktoren bedeuten. Mehr denn je ist ein gesundes Urteilsvermögen erforderlich.

Infolge verschiedener Faktoren kann man heute ein Wertpapier schwerer beurteilen als um die Jahrhundertwende. Zwei dieser Faktoren sind die ständige Kriegsdrohung und das andauernde Problem der Inflation.

Ein Problem, dem auch bei Aktienanlagen grosse Bedeutung geschenkt werden muss, ist das Devisen- oder Währungsproblem. Man muss bald eher in der richtigen Währung sein als im richtigen Wertpapier.

Heute spricht man von der Krise des Risikokapitals. Ja man prophezeit sogar, dass die Zeit der Aktien überhaupt vorbei sei.

Davon kann natürlich keine Rede sein. Aber es zeigt, wie sich die Menschen hinreissen lassen, sobald es einmal schlechter geht. In den Jahren der grossen Aktienspekulation konnten sie sich nicht genug dafür begeistern und heute wollen sie nichts mehr davon wissen. Eine solche Entwicklung könnte natürlich eines Tages grosse Möglichkeiten bringen, d.h. eine Situation, wo Aktienkurse so tief sind, dass sie wirklich langfristig wieder als interessante Anlagen betrachtet werden können.

Grundsätzlich ist es so, dass Aktien in einem freien Markt mit andern Anlagemöglichkeiten konkurrieren müssen. Wenn man z.B. die amerikanischen Aktien als Ganzes nimmt, so ist deren Rendite heute bei ca. 5.72%. Dagegen rentieren die besten Anleihen 8.88%*. Anleihen bieten also eine bessere Rendite als Aktien. Aktien beinhalten aber nun einmal immer ein gewisses Risiko. In guten Zeiten steigen die Gewinne und es können höhere Dividenden bezahlt werden. In schlechten Zeiten dagegen stagnieren oder fallen sie. Dann müssen auch die Dividenden gesenkt werden oder fallen oft ganz aus, was wiederum niedrigere Renditen oder gar keine Rendite mehr bedeutet.

Gerade weil Aktien diese Risiken beinhalten, war in früheren Zeiten ihre Rendite stets höher als diejenige der Festverzinslichen, deren Kapital ja jederzeit verzinst und zurückbezahlt werden soll.

Mit dem Aufkommen der Vollbeschäftigungspolitik und der sich daraus ergebenden Nachkriegsinflation kam es vorerst zu einem richtigen Aktienkult, der alle früheren Masstäbe vergessen liess, so dass zum Beispiel repräsentative US-Aktien seit vielen Jahren wesentlich schlechter rentieren als beste Anleihen.

Diese Situation scheint auch in den nächsten Jahren keine allzu grosse Veränderung zu erfahren. Schon seit einiger Zeit erwartet man in den USA eine Rezession, die, auch wenn sie milde ausfällt, zweifellos bei vielen Gesellschaften zu sinkenden Gewinnen und Dividenden führen wird. Amerikanische Aktien sind deshalb keineswegs allzu interessant. Auch das von vielen Analysten angeführte

*Quelle: Barron's

Argument, dass heute doch die Kurs-/Gewinnverhältnisse (P/E Ratios) der meisten Aktien viel tiefer seien als früher und die Börse deshalb interessant sei, zieht meiner Ansicht nach nicht, da man diesem Massstab bei der Aktienbeurteilung nicht allzu viel Bedeutung beimessen sollte.

Der negative Einfluss der Inflation auf den Aktienmarkt

Bevor man seine Wertbeurteilung blind auf solche Massstäbe abstützt, tut man gut daran, den Angebot- und Nachfragefaktoren auf dem Gesamtkapitalmarkt vermehrte Beachtung zu schenken.

Fast in jeder gründlichen Studie, betreffe es nun den deutschen, englischen oder amerikanischen Kapitalmarkt, kommt zum Ausdruck, wie sehr die im gegenwärtigen inflationären Klima stark zunehmende Verschuldung den Aktienmarkt mehr und mehr verdrängt und dass Aktien billig bleiben müssen, solange das Inflationsproblem ungelöst oder zumindest bis der gegenwärtige Inflationstrend umgedreht ist.

R.S. Salomon, Jr. von der New Yorker Investment Firma Salomon Brothers hat in einer interessanten Studie "Crowding out the Equity Market" vom 1. Februar 1979 nachgewiesen, dass Aktien wahrscheinlich noch längere Zeit billig bleiben werden, solange infolge der untolerierbar hohen Inflation ein beispiellos hohes Niveau von Neuverschuldung benötigt wird, um das Wachstum des Bruttosozialproduktes zu finanzieren.

Dabei wies er nach, dass der Börsenwert aller Aktien in den Nachkriegsjahren zwischen 75 und 110% des Bruttosozialproduktes geschwankt hat. In den letzten 10-12 Jahren hat sich dieses Verhältnis beträchtlich verändert. Während der Wert aller Aktien kaum Fortschritte zeigt, ist das nominelle Bruttosozialprodukt der USA konsequent um 8-12% gestiegen. Während ein Teil dieses Wachstums real war, so resultierte doch ein grösserer Teil von einer steigenden Inflationsrate.

Wie aus der folgenden Tabelle entnommen werden kann, betrug das Verhältnis vom Börsenwert aller Aktien zum Bruttosozialprodukt Ende 1978 47.5%, eine Zahl, welche nur beim Tiefstand der Börse Ende 1974 noch niedriger lag.

Besonders interessant ist die letzte Kolonne, welche zeigt, dass es einen immer höheren Betrag an Neuverschuldung braucht, um \$ 1.- Wachstum des Bruttosozialproduktes zu finanzieren.

Was die Zukunft anbetrifft, so würde ein nominelles Wachstum des Bruttosozialproduktes von 10-12% einen jährlichen Zuwachs desselben von \$ 210-250 Mrd. bedeuten. Wenn man einen Multiplikator von 1,6 zu 1 verwendet, so würde dies eine Neuverschuldung von mindestens \$ 335-400 Mrd. zur Folge haben. Diese jährliche Zunahme macht allein fast 40% des Marktwertes aller Aktien von \$ 1 Billion aus.

Während der "Kreditklemme" von 1974 kam es bekanntlich zu beträchtlichen Diskussionen über den Begriff "Crowding out" (Verdrängung). Damit meinte man aber, dass die Verschuldung der öffentlichen Hand derart zunimmt, dass die Privatwirtschaft oder Teile davon kaum mehr in der Lage sind, sich zu finanzieren, eine Situation, welche auch für Grossbritannien sowie in einem geringeren Ausmass für die Bundesrepublik Deutschland zutrifft.

Unglücklicherweise haben wir nun aber eine Situation, in der der Anleihensmarkt den Aktienmarkt verdrängt. Dies geht besonders eindrücklich daraus hervor, wenn man sieht, dass einer Neuverschuldung von ca. \$ 400 Mrd., Aktienemissionen von nur \$ 8 Mrd. gegenüberstehen.

Dabei nützen alle Argumente, dass jährlich so und soviel Kapital von Pensionskassen oder andern Institutionen für den Aktienmarkt reserviert werden, wenig. Dies ist höchstens ein Tropfen auf den heissen Stein. Denn auf Anleihen wird der Preis immer so angesetzt, damit man sie verkaufen kann und wenn man sie nicht zu 9% abbringt, dann versucht man es eben zu 9 1/2% oder zu 10%.

All dies zeigt aber die Grösse und Wichtigkeit des Einflusses des Inflationsproblems auf die Finanzmärkte und wie wenig man in einem solchen Klima mit den alten Bewertungsmaassstäben operieren kann. Aber es zeigt auch, wie wichtig es ist, des Inflationsproblems Herr zu werden wenn wieder gesunde Verhältnisse hergestellt werden sollen.

	Bruttosozial- produkt (Mrd.)	Wert aller ausstehenden Aktien (Mrd.)	Aktienwert im Verhält- nis zu Brutto- sozialprodukt	Total aus- stehende Verschuldung (Mrd.)	Verschuldung im Verhältnis zu Brutto- sozialprodukt
1978	\$ 2,107	\$ 1,000 E	47.5%	\$ 3,351	159.0%
1977	1,887	995	52.7	2,963	157.0
1976	1,700	1,060	62.4	2,626	154.5
1975	1,529	850	55.6	2,364	154.6
1974	1,413	642	45.4	2,164	153.1
1973	1,307	901	68.9	1,981	151.6
1972	1,171	1,138	97.2	1,786	152.5
1971	1,063	996	93.7	1,620	152.4
1970	982	853	86.9	1,476	150.5
1969	936	859	91.8	1,381	147.5
1968	869	976	112.3	1,292	148.7
1967	796	824	103.5	1,194	150.0
1966	753	648	86.1	1,114	147.9
1965	688	714	103.8	1,047	152.2
1960	506	421	83.2	748	147.8
1955	399	310	77.7	620	155.4
1950	286	151	52.8	419	146.5

Quelle: Department of Commerce, SEC
Statistical Bulletin,
Salomon Brothers

Welche Aktien sind noch interessant?

Heute kommen am ehesten noch ein paar wenige ausgewählte Papiere in Frage. In letzter Zeit waren insbesondere Oelaktien, welche in politisch stabilen Gebieten über Reserven verfügen, gefragt. Darunter gibt es einige, deren innerer Wert weit über dem Aktienkurs steht und besonders interessant sind, vor allem, wenn der Oelpreis noch weiter ansteigt. Wenn man den Warnungen des Saudi-arabischen Oelministers Yamani Beachtung schenkt, als er sich kürzlich äusserst besorgt über die zunehmende Oelknappheit äusserte, werden bei steigenden Preisen des schwarzen Goldes demzufolge die Reserven solcher Gesellschaften nur wertvoller.

Infolge der Geldmengeausweitung weltweit sind allerdings auch immer wieder Liquiditätshaussen möglich, wobei diese aber nichts mit gesunden Verhältnissen zu tun haben.

Ausser den erwähnten Oelaktien scheinen ausgewählte Schweizer-, japanische, eventuell ein paar deutsche Aktien und gewisse Metallproduzenten wie Gold- und Silberminen wohl am interessantesten.

Mit Schweizer Aktien sind viele Investoren über die Jahre nicht schlecht gefahren, da unsere Konzerne meist gut geleitet sind. Aber der Schweiz erwachsen aus der Währungslage doch immer wieder grosse Probleme, da der Franken praktisch dauernd auf Aufwertungskurs steht.

Sich vor Währungsverlusten schützen

Wie die letzten Jahre gezeigt haben, nützt es dem Investor der sogenannten Hartwährungsländer wenig, wenn seine Aktien von Gesellschaften aus Ländern mit weniger harten Währungen, wie z.B. den USA oder Frankreich, etwas steigen und er gleichzeitig an der Währung wieder alles einbüsst.

Die weitaus beste Möglichkeit, sich gegen solche Währungsverluste zu schützen und zu sichern, ist das Devisentermingeschäft. Je nach beabsichtigter Anlagedauer verkauft der Inhaber von ausländischen Aktien oder Anleihen z.B. Dollars auf Termin, wobei Termine von ein bis zwölf Monaten üblich sind.

Die Devisenkurse der wichtigsten Industrienationen sind im übrigen täglich in den grösseren Tageszeitungen abgedruckt.

Bevor man sich aber ein Bild machen kann, wohin die Währung eines Landes geht, ist es allerdings erforderlich, seine Hausaufgaben ganz zu machen. Dazu gehören Faktoren wie die Inflationsrate, Arbeitslosigkeit, Handelsbilanzüberschüsse oder -defizite, Zinssätze, politische Stabilität, etc. Genau diese Gebiete waren es, worin Deutschland und die Schweiz den andern Ländern überlegen sind, was das internationale Kapital seit Jahren veranlasste, sich diesen Währungen vermehrt zuzuwenden.

Der Glanz des Goldes

In den letzten Jahren hat man erlebt, wie das Vertrauen der Investoren in die traditionellen Anlage-medien, mit Ausnahme von Immobilienbesitz, allmählich gesunken ist. Dagegen ist das Vertrauen in das Gold unaufhörlich gestiegen. Seit Jahrtausenden ist Gold die sicherste Wertanlage geblieben. Es ist zudem viel seltener als andere Edelmetalle, einschliesslich Silber.

Gold gehört nicht zu den Lebensnotwendigkeiten. Nichtsdestoweniger hat es immer einen grossen Anteil im Denken der Menschen eingenommen. Mögen sich Geschmack und Stil von einem Jahrhundert zum andern geändert haben, die Vorliebe für Gold ist seit 6000 Jahren unverändert geblieben. Gold hat mehr Eigenschaften als Farbe und Glanz: Es war immer und ist heute noch sehr kostbar, weil es so selten ist. Für die östlichen wie die abendländischen Kulturen hat es als Wertmassstab und als Mittel zur Anhäufung von Reichtum eine aussergewöhnlich grosse Bedeutung gehabt. Goldmünzen sind noch nach 200 oder 2000 Jahren glänzend und golden wie am Gestehungstag. Diese Unvergänglichkeit macht das dekorative Metall im Gegensatz zu Papier zum Wertaufbewahrungsmittel par excellence.

Als zu Beginn der 60er Jahre die amerikanischen Zahlungsbilanzdefizite zu steigen begannen und mit der Zeit eine Währungskrise die andere ablöste, begannen immer mehr weitblickende und besorgte Menschen Gold zu kaufen. Darüber waren die Zentralbanken sehr besorgt und um dem beginnenden "Goldrausch" entgegenzuwirken, bildete man den Goldpool. Mit dieser Feuerwehr suchten die ratlosen Währungsbehörden, allen voran die Amerikaner, der Nachfrage nach dem gelben Metall einen Dämpfer aufzusetzen. Dabei versuchte man, den Preis von \$ 35, der seinerzeit von Präsident Roosevelt 1934 mehr oder weniger aufs Geratewohl festgesetzt wurde, zu halten. Doch trug dieser Preis infolge jahrelanger Inflation den Gegebenheiten schon lange keine Rechnung mehr. 1968 war es dann soweit, dass der Goldpool platzte, d.h. die Käufe der privaten und offiziellen Hörter nahmen derart zu, dass die Zentralbanken ihre Verkäufe einstellen mussten, wenn sie nicht in Gefahr geraten wollten, ihre ganzen Reserven zu verlieren. Fortan gab es nun zwei Goldmärkte, einen offiziellen und einen inoffiziellen, dessen Preis vom freien Markt weitgehend diktiert wurde.

Es ist bekannt, was seither passiert ist. Der freie Goldpreis hat sich mehr als verachtfacht und zeigt alle Anzeichen, mit der Zeit noch höher zu gehen. Im Vergleich dagegen liegen die USA Börsen gemessen mit Dow Jones Industrie Index auf 840, nachdem bereits 1966 ein Stand von 1000 erreicht wurde. Dies ist nun also Geschichte und wir interessieren uns ja dafür, was in Zukunft passieren wird. Da wir uns ja nach etwas richten müssen, nehmen wir wieder das Blatt mit den Wahrscheinlichkeiten in die Hand, um zu überlegen, was uns der Goldmarkt unter diesen Umständen bringen könnte. Dabei sind die Punkte 3 und 5 kaum wahrscheinlich. Beschleunigte Inflation und Flucht aus den Währungen können nicht ausgeschlossen werden, wären aber sehr günstig für Gold. Der Goldpreis würde in die Stratosphäre steigen. Drastische Deflation und Kreditkollaps ist ebenfalls nicht von der Hand zu weisen. Auch in diesem Fall würde der Goldmarkt von offizieller wie inoffizieller Stelle starke Hilfe kriegen:

- a) von offizieller, weil die Zentralbanken zur Wiederherstellung der Liquidität wie 1934 gezwungen wären, den Goldpreis zu erhöhen und
- b) vom privaten Bereich, weil die Anleger aus Furcht vor allen andern Anlagen vermehrt ins Gold flüchten würden (Beispiel Homestake Mining).

Da wir aber dem Punkt No. 1, nämlich längerer Inflationierungsprozess über viele Jahre, wenn nicht Dekaden, die grössten Chancen geben, sind die Voraussetzungen für einen weiteren Anstieg des gelben Metalles sehr gut. Dabei wird es immer wieder zu starken Spekulationswellen und anschliessenden Korrekturen kommen.

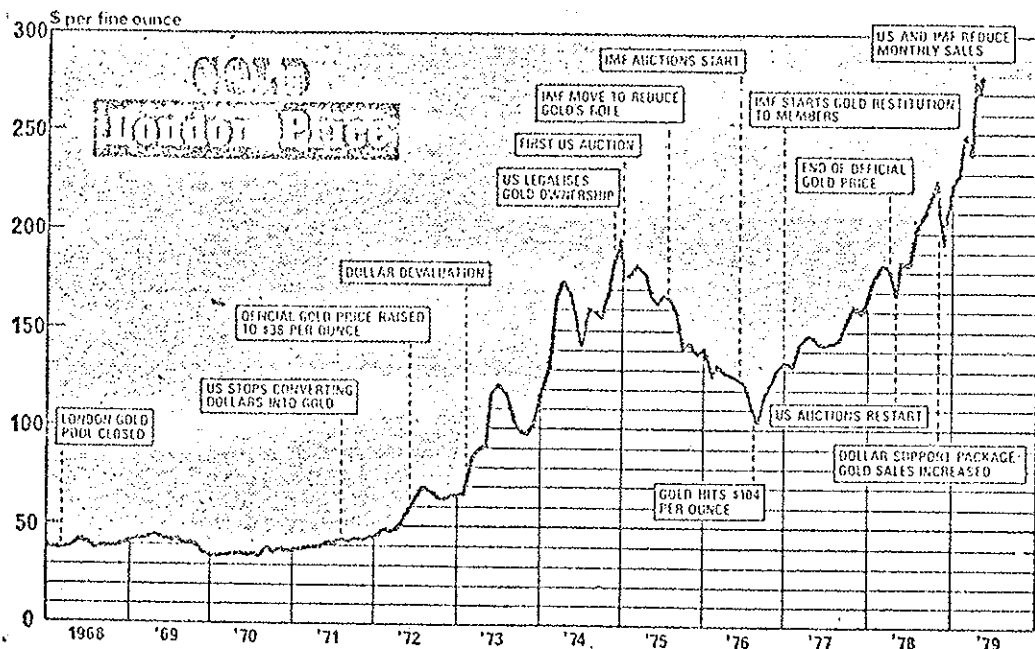
Auch wird das amerikanische Schatzamt nicht klein beigeben und immer wieder Attacken auf das Gold unternehmen.

Nach dem Scheitern des Goldpools versuchte es 1975 mit Hilfe des Weltwährungsfonds eine Baisseoperation, die ihresgleichen in der Geschichte sucht. Anfangs Dezember 1974, als der Goldpreis in die Nähe von \$ 200 stieg, gab das Schatzamt bekannt, dass es am 6.1.75 750'000 Unzen aus seinen Beständen versteigern werde. Infolge dieser Versteigerung und der Tatsache, dass das amerikanische Publikum, nachdem es gerade die Erlaubnis erhalten hatte, Gold frei zu kaufen, sich nicht sofort darauf stürzte, begann der Preis von Gold und Goldminen zu fallen. Die Baisseaktion wurde noch intensiviert durch die Schützenhilfe des IWF, welches bekanntgab, dass es über die nächsten 4 Jahre 25 Mio.

in monatlichen Auktionen versteigern werde. Bis Ende August 1976 war der Preis des Goldes unter dem Eindruck dieser Auktionen sowie eines kleinen Rückganges der Weltinflation bis auf \$ 103.50 gesunken. Die Zwangsliquidation von Margenpositionen trug viel zum drastischen Preisrückgang bei.

Dann aber begann ein unaufhörlicher Anstieg bis zum heutigen Preis von \$ 290. Dieser rief auch die Baisseoperateure im Schatzamt wieder auf den Plan. Vor einem Jahr begann es wieder mit seinen Auktionen. Zuerst waren es 300'000 Unzen, dann als dies nichts nützte, wurde der Betrag auf 750'000 Unzen hinaufgesetzt und schliesslich am ersten November auf 1.5 Mio.

1.5 Mio, d.h. 18 Mio. pro Jahr wäre auf die Dauer sehr viel Gold gewesen. Aber da das Treasury Department bald seine Niederlage einsah und zudem zusehen musste, wie die Europäer dem Gold in ihrem neuen Währungssystem einen Transaktions- und Bewertungswert beimassen, begann es sang- und klanglos seine Abgaben von 1.5 Mio. auf 750'000 Unzen zu reduzieren, mit der Begründung, das Ziel, nämlich die Stärkung des Dollars sei erreicht. Wir alle wissen, was seither passiert ist.



Es wird bestimmt noch weitere Attacken der Zauberlehrlinge aus dem Treasury Department geben, aber es ist zu bezweifeln, ob sie jemals wieder den Erfolg haben werden wie seinerzeit 1975/76.

Gold dürfte deshalb, mit Unterbrüchen natürlich, immer höher steigen. Das Publikum wird immer mehr erwachen und sich bewusst werden, was man mit seinem Geld macht. Dieser Prozess könnte noch viele, viele Jahre weitergehen. Es gab ja andere Beispiele in der Geschichte, wie z.B. Frankreich, welches seine Währung innerhalb einer Generation auf einen Bruchteil ihres Wertes vor dem ersten Weltkrieg sinken sah, ohne dass es zu einem wirtschaftlichen Kollaps kam. Amerika ist dazu ohne weiteres auch fähig.

So ungünstig also die Aussichten für die Währungen sind, so günstig sind sie für Gold. Kürzliche Ereignisse, wie die Erfahrungen Südafrikas, welches Gold für Oelkäufe verwendet hat, unterstreichen die Bedeutung des Metalles. Da man nie weiss, was die Zukunft bringt, kann sich wahrscheinlich auch Amerika keine weitere Reduktion seiner derzeitigen Goldbestände erlauben, im Gegenteil! Es könnte in einem Kriegsfall ausserstande sein, sich wichtige Rohstoffe zu beschaffen, wenn es nicht mehr genügend Gold hat. Die amerikanischen Verkäufe dürften deshalb eines Tages zu Ende gehen und unter Umständen von Käufen abgelöst werden.

Immer mehr wacht das Publikum auf und wird sich klar, dass es eines Tages nicht mehr gehen wird ohne ein neues Währungssystem. Und dann kann man sicher sein, dass Gold darin eine wichtige Rolle spielen wird.

In der Zwischenzeit tut jeder Anleger gut daran, etwas Gold als Bestandteil in sein Investmentportefeuille aufzunehmen. Dieser Anteil kann in Form von Barren, Münzen oder aber Goldminen sein. Ein Goldkauf ist eine Versicherung und stellt einen Schutz gegen die zunehmende Entwertung unseres Geldes dar. Und wenn man die Nerven hat, noch etwas Goldminen zu kaufen, dann kann man damit auch noch etwas Ertrag erzielen.

Zum Schluss noch etwas Philosophie

Um finanziell überleben zu können, muss man sich stets über die neueste politische und wirtschaftliche Entwicklung auf dem laufenden halten. Die Politik ist heute in einem noch nie dagewesenen Ausmass mit der Wirtschaft verflochten. Investieren ist ein dauernder Kampf, in dem man sich geistig so fit wie möglich halten muss. Wie ein Spitzensportler, der jeden Tag trainiert, muss man sich täglich, jede Woche, zu jeder Zeit informieren um rechtzeitig handeln zu können.

Viele Investoren, welche einen Titel mit 100 gekauft haben und dieser fällt auf 70, versuchen ruhig zu bleiben und machen sich vor, es sei noch kein Verlust eingetreten, solange sie die Anlage nicht realisiert haben. In der Tat ändert sich der Wert der meisten Anlagen täglich und man sollte sich zur Regel machen, dass der erste Verlust gewöhnlich der kleinste ist. Wenn man stur auf einer Anlage bleibt, welche schief läuft, dann verbaut man sich den Weg zu Gewinnen auf andern Anlagen.

Desgleichen sollte man von Zeit zu Zeit Gewinne mitnehmen, denn dieselben können sehr leicht wieder dahinschmelzen oder sich gar in Verluste verwandeln.

Man sollte bereit sein, einmal alles zu verkaufen, d.h. komplett aus dem Markte aussteigen und sich die ganze Situation grundlegend überdenken und neu beginnen. Eine derartige Einstellung verlangt allerdings eine besondere geistige Beweglichkeit und Disziplin. Wenn man sich aber einen Stoss gibt und versucht, logisch zu denken, und dies jeden Tag neu, dann hat man eine gute Chance.

Das Wort "spekulieren" hat stets einen etwas anrühigen Beigeschmack. Aber es gibt keinen Weg daran vorbei, man muss spekulieren, d.h. hin- und herhandeln an der Börse, am Devisenmarkt, am Goldmarkt, an den Warenbörsen und vielleicht auch an den Grundstück- und Kunstmärkten. Erfolgreich spekulieren bietet einen Schutz gegen Geldentwertung.

Der amerikanische Börsenberater Thomas Holt nennt dies in seinem Buch "Total Investing" das Kung Fu des Investierens. Kung Fu ist bekanntlich eine alte chinesische Selbstverteidigungsmethode, bei der der Kämpfer jederzeit wachsam und flexibel und voll Energie bleibt. Temporäre Rückschläge regen ihn nicht auf und weil er einen kühlen Kopf hat, passt er seine Strategie den veränderten Konditionen an.

Eine solche Tätigkeit kann natürlich nur empfohlen werden, wenn man in der Lage ist, täglich "am Ball" zu bleiben. Die Mehrzahl der Vermögensbesitzer kann dies nicht tun. Sie sollte sich einen guten Berater suchen und im übrigen sich auf kurzfristige Anlagen konzentrieren und langfristiges Kapital in ein paar ausgewählte Aktien, Gold und Immobilien anlegen.

Aber eines ist sicher, Investoren haben auch in den besten Zeiten immer Sorgen und da wir heute von den sogenannten guten Zeiten ziemlich entfernt sind, kann man jetzt schon prophezeihen, dass man als Geldbesitzer oder Kapitalist nie mehr zur Ruhe kommen wird.

