



Juli 2013

Die EU und der Euro - wie geht es weiter?

Die Eurozone befindet sich seit rund 4 Jahren in einer Dauerkrise – die strukturschwachen Südstaaten befinden sich in einer tiefen Rezession und haben eine untragbar hohe Staatsverschuldung. Diese Staaten leiden auch unter einer sehr hohen Arbeitslosigkeit, die gefährliche Grössen annimmt – **Eine 50% Jugendarbeitslosigkeit oder 25% Gesamtarbeitslosigkeit sind Dimensionen, die politisch untragbar sind und bisher immer zu grossen sozialen Problemen geführt haben.**

Die Probleme der Eurozone gehen letztlich auf einen Konstruktionsfehler des Euro zurück. Wir haben schon in unseren Finanzbriefen, 5 Jahre vor der Einführung des Euro darauf hingewiesen. Der Zusammenschluss von ökonomisch starken Ländern wie Deutschland und die nordischen Staaten, mit strukturschwachen wie Italien, Spanien und Frankreich, in einem Währungsgebiet war von Anfang an verfehlt. Länder, die bisher ihre Wettbewerbsfähigkeit nur durch ständige Abwertungen aufrechterhalten konnten, wurden durch die Aufnahme in einen einheitlichen Währungsraum überfordert. Allein durch die Aufnahme in die Eurozone haben sich ihre Produktivität und Strukturen nicht verbessert. Die einheitliche Währung hat aber verhindert, dass sie ihre Währung gegenüber der deutschen und den übrigen nordischen Währungen nicht mehr abwerten konnten, wie dies vor der Einführung des Euro regelmässig passiert ist.

Damit treten heute die Produktivitäts- und Strukturprobleme dieser Länder schonungslos zutage. Ihre Wettbewerbsposition hat sich extrem stark verschlechtert.

Probleme der Eurozone gehen auf einen Konstruktionsfehler des Euro zurück

Deutschland und die starken Staaten profitierten dagegen vom einheitlichen Währungsgebiet, da italienische und spanische Unternehmen nun nicht mehr mit abgewerteten Währungen billig Konkurrenz machen können. Die Einheitswährung führt letztlich dazu, dass sich wirtschaftlich Stärke nun ungehindert von Abwertungen durchsetzen kann – **starke Länder gewinnen innerhalb der Eurozone, schwache Länder verlieren, wenn es ihnen nicht gelingt, ihre Strukturen zu verbessern.**

Der Erfolg Deutschlands und der Nordischen Staaten hat in diesem System allerdings einen hohen Preis. Wenn diese starken Staaten die Eurozone weiterhin aufrechterhalten wollen, müssen sie die schwachen Staaten entweder direkt oder über die europäische Zentralbank finanzieren, um deren Zusammenbruch zu vermeiden.

1 Die EU und der Euro—wie geht es weiter?

4 Die USA wachsen stärker als Europa

6 INVICO[®]-US-Portfolio

8 Zinsen am Nullpunkt—konjunkturelle Medizin mit Nebenwirkungen

10 Obligationen - die grosse Blase

Europa hat zwar die akute Finanzkrise von 2011 überstanden, weil die Europäische Zentralbank durch den Kauf von Staatsobligationen faktisch die Finanzierung der strukturschwachen Staaten übernommen hat und auf diese Weise die Finanzmärkte stabilisierte. Die Strukturprobleme wurden aber nach wie vor nicht wirklich gelöst. **Das Wohlstandsgefälle zwischen Nord und Süd bzw. das Bild eines Europas der zwei Geschwindigkeiten und ein ständiger Anstieg der Verschuldung in den Südstaaten ist allerdings nicht langfristig tragbar.** Diese Problematik könnte eigentlich nur dadurch behoben werden, dass die EU eine zentrale Regierung mit einer einheitlichen Wirtschaftssozial- und Wirtschaftssteuerpolitik einführen würde. Nach dem Vorbild der USA würde ein einheitliches Wirtschaftsgebiet gebildet und damit könnte gezielt die Wirtschaftsstruktur in den schwachen Staaten verbessert werden.

Eine derart durchgreifende Lösung ist aber aus politischen Gründen ausgeschlossen. Die strukturschwachen Staaten sind nicht bereit, ihre Souveränität aufzugeben – **nachdem Frankreich nun auch in dieses Lager gehört, sind die schwachen Staaten in der EU sogar in der Mehrheit, was dazu führt, dass Deutschland und die anderen erfolgreichen Mitglieder politisch unter Druck kommen.** Die Proteste gegen das "Deutsche Diktat" sprechen eine klare und äusserst unerfreuliche Sprache.

In dieser Situation wird die EU ihre Probleme nicht dauerhaft lösen, sondern sich durch die nächsten Jahre "durchwursteln", was von Ökonomen etwas vornehmer als "*muddling through*" bezeichnet wird. Dieses Durchwursteln basiert auf folgenden Elementen:

Transfer-Union

Die starken Staaten werden die schwachen Staaten weiterhin unterstützen müssen. Letztlich zahlen sie auf diese Weise den Preis für ihren Erfolg und insbesondere die Kosten für die Einheitswährung, die ihnen sichere Umsätze in den schwächeren Ländern garantiert. **Diese Transfer-Zahlungen belasten aber auch die starken Länder, was ihr Wachstum reduziert.**

Begrenzte Sparbemühungen in den schwachen Ländern

Die schwachen Länder müssen sparen, da ihre Staatsdefizite nicht unbeschränkt durch die europäische Zentralbank und die anderen Länder gedeckt werden können. Die Sparbemühungen finden ihre Grenze aber am politisch Machbaren. Politiker, die an der Macht bleiben wollen, können nicht grenzenlos Steuern erhöhen und Ausgaben einschränken.

Sparbemühungen werden lauwarm angegangen

Sie werden abgewählt, wie dies beispielsweise der letzten italienischen Regierung passiert ist. Daher werden in den meisten Staaten die Sparbemühungen halbherzig bleiben – es wird wohl viel geredet, aber Sparen und Steuererhöhungen enden meist in politischen Kompromissen: Dass das grundsätzliche Problem von aufgeblähter Beamtenschaft und unproduktiver öffentlicher Diensten wird nicht angegangen.

Halbherzige Strukturreformen der schwachen Staaten

Die grossen Probleme der schwachen Staaten liegen in ihrem Arbeitsrecht, da den Arbeitnehmern durch Kündigungsschutz, Mindestlohnvorschriften und ähnliche Regeln ein Schutz gewährt wird, der die Produktivität reduziert: **Arbeitgeber werden abgeschreckt und somit die Schaffung von Arbeitsplätzen mittel- und langfristig behindert.** Diese Problematik wird von Politikern verdrängt, da sie mit harten Reformschritten ihre Wiederwahl gefährden würden.

Die positiven Auswirkungen einer strukturellen Reform haben sich aber z.B. in Deutschland gezeigt, wo die von Kanzler Schröder umgesetzte "Agenda 2010" bzw. die Hartz-Reform zu nachhaltigen Produktivitätssteigerungen führte.



Auch die Schweiz ist ein Beispiel dafür, **wie eine flexible Arbeitsmarktordnung Vollbeschäftigung fördert**. Diese Einsicht ist aber in Italien, Frankreich oder Spanien und Portugal völlig fremd.

Verbissen kämpfen Gewerkschaften und Politiker um die Vorrechte der beschäftigten Arbeitnehmer und damit direkt gegen die Position der Arbeitslosen, die dann mit hohen staatlichen Zahlungen bei Laune gehalten werden.

Aufgeblähter Beamtenapparat und unproduktive öffentliche Dienste werden nicht angetastet

Es ist daher anzunehmen, dass es nur zu marginalen Strukturverbesserungen kommen wird. Den strukturschwachen Ländern wird es kaum gelingen, derart durchgreifende Reformen durchzuführen, damit sie den Produktivitätsvorsprung von Deutschland tatsächlich aufholen könnten.

Schwächung der deutschen Produktivität

Die deutsche Wirtschaft profitiert von der Einheitswährung, da sie nicht mehr von spanischen, französischen und italienischen Unternehmen konkurrenziert werden kann, welche früher durch Abwertungen profitieren konnten.

Deutschland kann nun zu festen Preisen in die schwächeren Länder exportieren. Dieser garantierte Erfolg hat allerdings seine Schattenseiten. Deutschland wird selber nicht mehr zu Produktivitätssteigerungen gezwungen, wie dies früher durch die harte Deutsche Mark notwendig war oder wie dies beispielsweise in der Schweiz der Fall ist. Der periodische Anstieg des Schweizer Frankens zwingt die Industrie immer wieder zu grossen Anstrengungen bezüglich Produktivität und Rationalisierung.

Dies führt dazu, dass die deutsche Wirtschaft an Produktivität einbüßen wird.

Die Arbeitnehmer setzen mit Unterstützung der Politiker Realloohnerhöhungen durch und die Sozialleistungen werden immer wieder erhöht.

Die SPD fordert nun sogar lautstark die Aufhebung der von Kanzler Schröder eingeführten Hartz-Reformen. Diese Verschlechterung der deutschen Produktivität liegt ganz auf der Linie der französischen und italienischen Politiker. Mit Unterstützung anderer Länder fordern sie, dass Deutschland die Produktivität senkt, da sie nicht ihre eigene Schwäche als Problem sehen wollen. Sie glauben tatsächlich, dass die Stärke Deutschlands Grund für die Probleme der Eurozone sei.

Deutsche Wirtschaft profitiert von Einheitswährung

Die Verschlechterung der deutschen Produktivität führt dazu, dass die Eurozone an Dynamik verliert und sich auch der Rückstand gegenüber Asien und Amerika vergrössert.

Durchwursteln ermöglicht Überleben, aber kein Wachstum

Die Unfähigkeit der EU, die Strukturprobleme tatsächlich anzugehen und die zahlenmässige Übermacht der "schwachen Länder" führt dazu, dass die gesamte Eurozone in Zukunft ein reduziertes Wachstum haben wird. **Das Durchwursteln ermöglicht es zwar zu überleben, aber es wird nicht zu besseren Strukturen und zu einer Verbesserung im internationalen Wettbewerbsfähigkeit führen.** Das Invico-Analyseteam ist daher gegenüber Unternehmen aus dem EU Raum eher skeptisch eingestellt. Investitionen werden hauptsächlich auf Unternehmen beschränkt, die trotz des schwachen Umfelds einen klaren Wettbewerbsvorteil haben.



Die USA wachsen stärker als Europa

Die Wirtschaft in den USA entwickelt sich seit rund 18 Monaten besser als die Eurozone. Dies ist auf verschiedene Gründe zurückzuführen:

In den USA konnten die Unternehmen nach der letzten Krise dank flexiblem Arbeitsrecht sehr schnell und konsequent die notwendigen Restrukturierungen durchführen. Viele Unternehmen haben Arbeitsplätze, die zu wenig produktiv waren, abgebaut und so ihre Kapazitäten den Marktbedürfnissen angepasst. Das flexible Arbeitsrecht ermöglicht aber nicht nur einen raschen Abbau, sondern gibt Unternehmen auch die Möglichkeit, schnell wieder Arbeitsplätze aufzubauen, da das Unternehmen mit der Anstellung

Flexibles Arbeitsrecht fördert den Ausbau von Arbeitsplätzen

eines Arbeitnehmers keine langfristige Verpflichtung eingeht. Daher haben amerikanische Unternehmen, die eine gute Marktposition haben, in den letzten Monaten auch wieder Arbeitnehmer eingestellt, was zu einer tieferen Arbeitslosenrate führte.

In der EU ist der Aufbau von Arbeitsplätzen wesentlich schwieriger. **Aufgrund des exzessiven Kündigungsschutzes der Arbeitnehmer sind Unternehmen kaum bereit, neue Arbeitnehmer anzustellen**, was dazu führt, dass die hohe Arbeitslosigkeit in einigen Ländern praktisch zum Dauerzustand wird.

Die amerikanischen Konsumenten haben in den Jahren von 2009 – 2012 ihre private Verschuldung stark abgebaut. Die Reduktion der Schuldenlast führte dazu, dass die Kaufkraft der Konsumenten seit Mitte

2012 wieder ansteigt, was der Binnenwirtschaft positive Impulse gibt.

Der tiefe Dollar hat dazu geführt, dass Importe weniger attraktiv sind, was die amerikanischen Unternehmen tendenziell gestärkt hat. Überdies erleichterte der tiefe Dollar aber auch Exporte. Gesamthaft führte dies dazu, dass die Industrieproduktion in den USA anstieg und dass zum Teil auch neue Arbeitsplätze im industriellen Sektor geschaffen worden sind.

Die USA sind immer noch ein Einwanderungsland, was zu einem höheren Bevölkerungswachstum als in der Eurozone führt. **Dieses Bevölkerungswachstum gibt allein einen Wachstumsschub, dessen Ausmass auf rund 0,5% p.a. geschätzt wird.** Die Einwanderung führt aber auch zu einem stetigen Zustrom von billigen Arbeitskräften, was die Produktivität der Wirtschaft erhöht.

Diese Faktoren führen dazu, dass das wirtschaftliche Wachstum in den USA während den letzten 18 – 24 Monaten höher war als in der Eurozone. Das Inviso-Analyse-Team ist der Ansicht, dass diese positiven Faktoren wohl auch in den nächsten Jahren weiter wirken und in den USA zu einem tendenziell höheren Wachstum führen werden.

Der Wille zur Leistung ist in den USA deutlich höher als in einigen Ländern der Eurozone

Die Wirtschaftsdynamik ist in den USA aber nicht nur wegen der oben erwähnten Faktoren grösser als in der Eurozone. USA und Eurozone unterscheiden sich auch bezüglich der Unternehmenskultur wesentlich:



Der Wille zur Leistung ist in den USA deutlich höher als in einigen Ländern der Eurozone, wo Leistung und hohe Einkommen eher negativ bewertet werden.

Die Reichen sind der sozialen Ächtung ausgesetzt

In verschiedenen Ländern sind die "Besserverdienenden" bzw. die **"Reichen" Zielscheibe der Steuer- und Sozialpolitik geworden. Sie werden nicht nur fiskalisch immer stärker belastet, sondern sind zum Teil auch geradezu einer sozialen Ächtung ausgesetzt** – bestes Beispiel dafür sind Frankreichs Staatspräsident Hollande und der deutsche Kanzlerkandidat Steinbrück, die beide ihre Abneigung gegenüber reichen Leuten öffentlich zur Schau stellen. Ein weiteres Beispiel dieser "Neidkultur" ist aber auch die schweizerische 1:12-Initiative und die kürzlich vom Volk abgelehnte „Bonzensteuer“ im Kanton Zürich.

Die Dynamik der Eurozone wird zurzeit vor allem durch die strukturschwachen Länder des EU-Südgürtels behindert. Einerseits befinden sich diese Länder selbst direkt in einer Rezession, andererseits belasten sie die erfolgreichen EU-Staaten mit Transferzahlungen, was dazu führt, dass das Wachstum auch im sonst erfolgreichen Norden zurückgeht.

Der öffentliche Sektor ist in den USA wesentlich kleiner als in der Eurozone. In vielen Ländern der Eurozone ist der unproduktive Beamtenapparat extrem gross und kann wegen der politischen Bedeutung der Staatsangestellten als Wähler auch kaum abgebaut oder produktiver gestaltet werden. Dies belastet die Wirtschaft vor allem in Frankreich, Italien und Spanien und ist auch einer der Hauptgründe für das griechische Debakel.

Das Invico-Analyse-Team hat aufgrund dieser Trends ein Spezialportfolio für unsere Kunden entwickelt, welches das Dollarrisiko tragen kann. Mehr dazu auf der nächsten Seite.



INVICO®-US-Portfolio

Seit einigen Jahren bietet die IAM ihren Kunden das INVICO-US-Portfolio an. Dieses Anlagekonzept basiert auf folgenden Prinzipien:

Positive Gewinndynamik von Unternehmen

Die Aktienselektion basiert auf der Gewinndynamik von Unternehmen. Wir investieren in die Unternehmen, welche den stärksten Gewinnanstieg pro Aktie zeigen, wobei rund 1'500 in den USA kotierte Dienstleistungs- und Produktionsunternehmen in Analyse und Auswahl einbezogen werden. Auf diese Weise konzentrieren wir unsere Investitionen auf Unternehmen mit hoher unternehmerischer Leistung, da überdurchschnittliche Gewinnsteigerungen normalerweise Folge derartiger Leistungen sind. Die Erfahrung zeigt, dass diese Unternehmen ihre Gewinndynamik meistens während ein bis zwei Jahren – in Einzelfällen auch länger – aufrechterhalten können, was zu überdurchschnittlichen Kursgewinnen führt. Bei dieser Analyse haben wir allerdings Rohstoff- und Energieunternehmen ausgenommen, da bei diesen Gesellschaften die Gewinndynamik weniger durch die unternehmerische Leistung beeinflusst wird, als vielmehr von der oft sehr volatilen Entwicklung von Rohstoff- und Energiepreisen abhängt.

Stockpicking aus 1'500 Unternehmen

Daher lässt sich bei diesen Unternehmen aufgrund der positiven Gewinndynamik keine Voraussage für die zukünftige Gewinn- und Kursentwicklung machen.

Breite Diversifikation

Die Analyse basiert auf rund 1'500 Unternehmen, wobei sich **überdurchschnittliche Gewinndynamik bei rund 100 – 150 Titeln feststellen lässt**. Dies erlaubt es, ein breit diversifiziertes Portfolio aufzubauen. Ein entsprechendes Portfolio ist schon ab ca. CHF 120'000 möglich, womit in rund 20 Titel investiert werden kann, was bereits einen genügenden Diversifikationseffekt ergibt – bei Portfolios in Höhe von rund CHF 600'000 erreichen wir mit 80 – 100 Titeln den maximalen Diversifikationseffekt. Diese Diversifikation ist wichtig, da sie erlaubt, auch in die Aktien kleinerer Unternehmen zu investieren, die häufig eine hohe Gewinndynamik, aber auch starke Risiken aufweisen.

Invico hat mit dem INVICO-US-Portfolio für ihre Kunden sehr positive Effekte erzielt. Das älteste Portfolio, das in dieser Weise verwaltet wird und 2006 startete (Depot- und Handelsbank: Swissquote), hat seit 2006 einen Gewinn von insgesamt 52.47% erzielt, was 8.02% p.a. entspricht. Dies ist gerade in Anbetracht der scharfen Rezession und der Finanzkrise, die sich in diesen Jahren auswirkte, eine sehr gute Rendite, welche bedeutend über den Indizes der Industriestaaten lag.

Wir bieten diese Vermögensstrategie allerdings nur Personen an, welche genügend Risikotoleranz haben, um das mit amerikanischen Aktien und Dollars Anlagen verbundene Risiko zu tragen. Obwohl eine Absicherung gegenüber dem Schweizerfranken grundsätzlich möglich wäre, sehen wir wegen der relativ hohen Kosten, die mit diesem Hedging verbunden sind, von derartigen Absicherungen ab – die Rendite würde zu stark leiden.



Zurzeit ist das Invico-Analyse-Team gegenüber dem Dollar positiv eingestellt, das höhere Wachstum der USA wird sich in einem höheren Dollarkurs niederschlagen – wir rechnen mit einem Anstieg von rund 5 bis 10% in den nächsten 12 Monaten.



Mit uns arbeitet Ihr Kapital!

Zinsen am Nullpunkt—konjunkturelle Medizin mit Nebenwirkungen

Die Zinsen befinden sich in praktisch allen Industrienationen auf einem historischen Tiefstand. Überspitzt gesagt bedeutet dies, dass Geld heute keinen Preis mehr hat: Schuldner mit hoher Bonität erhalten ihre Kredite praktisch zum Nulltarif. Kurzfristige Staatsobligationen weisen zum Teil sogar negative Renditen auf, aber auch bei mittel- und längerfristigen Obligationen deckt der Zins nicht einmal mehr die Geldentwertung durch Inflation.

Verschuldete Staaten können sich keine höheren Zinsen leisten

Niedrige Zinsen als Konjunkturförderung

Das heutige tiefe Zinsniveau ist darauf zurückzuführen, dass die Notenbanken mit Zinssenkungsmassnahmen die Konjunktur ankurbeln wollen: Tiefe Zinsen sollen die Unternehmen zu höheren Investitionen ermutigen und die Konsumenten zu stärkeren Konsumausgaben animieren.

Tiefe Zinsen helfen den Staatsfinanzen

Die tiefen Zinsen dienen aber auch dazu, die schwer verschuldeten Staaten vor finanziellen Problemen zu schützen. Würden die Zinsen über den Inflationsraten liegen und das Risiko, das die Anleger mit langfristigen Obligationen eingehen, tatsächlich reflektieren, so würden die Zinsen für Staatsobligationen weit höher liegen als heute – in der Schweiz wohl bei 2 bis 3%, in der EU bei 4 bis 5%, wobei die schwachen Schuldner sogar 6 bis 8% zahlen müssten. Derartige Zinslasten können sich heute die wenigsten Staaten erlauben: Beläuft sich die Verschuldung eines Staates auf 100% seines Bruttosozialproduktes, so führen

3% höhere Zinsen direkt zu einer Erhöhung des Staatsdefizit in der Grössenordnung von 2-3% des Bruttosozialproduktes – eine Grösse, die alle Sparbemühungen der betroffenen Staaten zunichtemacht und sie in eine schwere Defizitsituation bringen.

Liquiditätssteuerung und Obligationenkäufe der Notenbanken

Die Notenbanken setzen ihre Politik des "billigen Geldes" dadurch um, indem sie im kurzfristigen Bereich den Geschäftsbanken Mittel zu extrem tiefen Zinsen zur Verfügung stellen, sodass **deren Refinanzierungskosten praktisch bei Null liegen**. Um im längerfristigen Bereich die Zinsen zu senken, kaufen die Notenbanken der USA, der Eurozone und Japan dagegen Staatsobligationen auf, was zu einem entsprechenden Renditerückgang führt.

Auch bei tiefen Zinsen werden Kredite nur an kreditwürdige Personen vergeben

Der Aufkauf von Staatsobligationen durch die Notenbanken hat den Effekt, dass diese die Staatsschulden und damit vor allem auch das jährliche Defizit direkt finanzieren, indem sie die Geldmenge erhöhen. Dies ist ein sehr gefährliches Spiel, da die Erhöhung der Geldmenge und die direkte **Staatsfinanzierung durch die "Notenpresse" in der Vergangenheit immer zu sehr hoher Inflation oder mindestens zur Blasenbildung geführt haben**, ein Szenario, das sich auch in der heutigen Situation in einigen Jahren wieder ergeben kann.



Tiefe Zinsen allein haben keine positive Wirkung

Im Allgemeinen stützen tiefe Zinsen tatsächlich die Konjunktur, da sie den Wirtschaftsteilnehmern die Kreditaufnahme erleichtern und so zu höheren Investitionen und Konsumausgaben führen können. Die Höhe der Zinsen ist allerdings nur einer der Faktoren, die für die Höhe der Verschuldung von Konsumenten und Unternehmen entscheidend sind. Mindestens ebenso wichtig sind die Kreditwürdigkeit und der Bedarf der betreffenden Unternehmen und Privatpersonen. **Auch bei tiefen Zinsen können Unternehmen und Privatpersonen, die nicht kreditwürdig sind, keine Kredite aufnehmen.** Die Zinspolitik der Notenbank hilft damit Unternehmen und Privatpersonen nicht, wenn die bereits hoch verschuldet sind oder wegen Arbeitslosigkeit bzw. tiefen Gewinnen ungünstige Aussichten haben. In diesem Bereich verpufft die Zinspolitik der Notenbanken wirkungslos. In dieser Situation befanden sich grosse Teile der japanischen Wirtschaft in den letzten fünfzehn Jahren, wobei heute bei den PIIGS Staaten ein ähnliches Problem existiert. **Auch bei tiefsten Zinsen können die Banken den Unternehmen und Privatpersonen keine zusätzliche Kredite mehr gewähren, da die Personen, die Schulden machen wollen, meist gar keine Kredite mehr aufnehmen können.**

In diesen Ländern führt die Tiefzinspolitik daher nicht zu einer Wirtschaftsbelebung, sondern nur zu einer Deflation. Die Notenbank erhöht zwar die Geldmenge. Da die Banken aber keine Kredite gewähren können, verringert sich das Geldangebot der Wirtschaft. Dieses Problem wird zum Teil noch dadurch verschärft, dass die Banken wegen ihrer eigenen Probleme ihre Bilanzsummen und damit auch Kreditvolumen verringern müssen. Wenn die Banken ihre Aktiven abbauen müssen, weil sie verpflichtet sind, ihre Eigenkapitalquote zu erhöhen, können sie keine zusätzlichen Kredite mehr gewähren, sondern müssen sogar die bereits ausstehenden Kredite reduzieren.

Wir können daher nicht davon ausgehen, dass sich die Länder im Süden der Eurozone schnell erholen. Der Prozess wird länger dauern – **Privathaushalte und Unternehmen müssen die Schulden zunächst**

auf ein vertretbares Niveau reduzieren, bis sie wieder Kredite aufnehmen und investieren können.

Inflationäre Folgen der Tiefzinspolitik bei Immobilien und Finanzanlagen

Der Umstand, dass **Kapital nichts kostet, muss fast zwangsläufig dazu führen, dass diese Gelder falsch investiert werden, und dass es zu entsprechenden Blasen kommt.** Das Geld, das seinen Weg nicht in die Realwirtschaft und zu den Konsumenten finden kann, muss irgendwo angelegt werden. Zurzeit wird es vor allem in Obligationen angelegt, da die Investoren Risiken scheuen. Dies führt dazu, dass die Renditen bei Obligationen / Bonds extrem tief sind und nicht einmal mehr die Inflation decken, so dass die Investoren real gar keinen Zins mehr erhalten. **Diese überhöhten Preise sind klare Indikatoren einer Blasenbildung.**

Inflation entschuldet Staaten

Blasen können sich aber auch in anderen Gebieten bilden, wenn Geld z.B. wieder verstärkt in den Immobilienmarkt fließt oder Aktienkurse in Höhen treibt, die nicht gerechtfertigt sind. **Der Aktienmarkt ist allerdings noch weit weg von einer Blase,** da die meisten Investoren in den letzten zwei Jahren Risiken scheuten und nicht in diesen Bereich investiert haben.

Das Ende der Tiefzinsphase: Vermögensumverteilung und Verluste

Eine Tiefzinsphase muss ihr Ende finden, wenn es zu einem nachhaltigen Wirtschaftsaufschwung kommen sollte, weil dann die Notenbanken die Zinsen erhöhen und die Käufe von Staatsanleihen beenden. Die Wirtschaft braucht keine zusätzlichen monetären Impulse mehr und die Notenbanken wollen eine Blasenbildung und eine Inflation vermeiden. In den USA hat die Notenbank nun erste Andeutungen über ein derartiges Ausstiegsszenario gemacht, die auf ein



Ende der Tiefzinspolitik im Jahr 2014 hindeuten. Wir können davon ausgehen, dass aber auch die Eurozone und sogar Japan in ein bis zwei Jahren aus der Tiefzinsphase aussteigen werden.

Die Erhöhung der Zinsen hat grosse Effekte auf die Preise von Finanzprodukten. Die Obligationen, deren Bewertung aufgrund der Tiefzinspolitik enorm angestiegen sind, werden stark leiden. Gerade die Kurse von Staatsanleihen, bei denen sich zurzeit eine Blase entwickelt hat; werden massiv sinken. Das Platzen dieser Blase ist letztlich von der Politik durchaus gewünscht. Die Staaten können sich heute dank den extrem tiefen Zinsen sehr günstig durch Obligationen refinanzieren. Bei einem Zinsanstieg und einer entsprechenden Geldentwertung durch Inflation kommt es dann zu einem Vermögensverlust der Obligationä-

re und zu einer spiegelbildlichen Entlastung der Staaten – **Ende der sechziger und anfangs der siebziger Jahre haben sich sehr viele Staaten auf diese Weise entschuldet.** Auch heute träumen schon viele Politiker wiederum von derartigen Szenarien. **Diese Umverteilung des Vermögens von den Anlegern zu den Staaten ist der einzige Weg, der es erlaubt, in einer politisch vertretbaren Weise die heutige übermässige Staatsverschuldung zu tilgen.**

Anleger müssen versuchen der Vermögensumverteilung, zu der es bei einem Zinsanstieg kommt, zu entgehen. Letztlich führt der Weg nur über Investitionen in Aktien von Unternehmen, welche ihre Gewinne in einer Inflationsphase halten und sogar steigern können.

Obligationen - die grosse Blase

Immer wenn die Zinsen tief sind und Geld leicht erhältlich ist, bildet sich irgendwo eine Blase, weil das Geld ohne Berücksichtigung des Risikos und der real erzielbaren Renditen angelegt wird. **Merkmal einer Blase ist, dass die Preise bestimmter Aktiven in eine Höhe getrieben werden, die stark vom nachhaltigen Wert dieser Vermögenswerten abweicht.** Sobald die Zinsen steigen oder sich Risiken, welche die Anleger vorher nicht beachtet haben, anzeigen, platzt die Blase und die Preise fallen in sich zusammen.

Derartige Blasenbildungen gab es 2008 im amerikanischen Liegenschaften-Markt, 2001 bei Technologieaktien und in früheren Jahren schon einmal bei japanischen Aktien.

Auch heute entwickelt sich eine Blase: die extrem lockere Notenbankpolitik hat dazu geführt, dass Finanzinstitute, Versicherungen, institutionelle Anleger und auch Privatanleger über sehr hohe liquide Mittel

verfügen, die angelegt werden müssen. Nach den schlechten Erfahrungen der letzten 10 Jahre sind diese Anleger risikofeindlich gestimmt und versuchen daher, ihr Geld in "sicheren Werten" anzulegen, weshalb sie Obligationen kaufen. Dies hat dazu geführt, dass gerade langfristige Staatsobligationen enorm gefragt sind und nur noch sehr tiefe Renditen

Obligationen sind im Vergleich zur Rendite extrem teuer

abwerfen. 30-jährige schweizerische Bundesobligationen mit einer Restlaufzeit von 20 Jahren rentieren noch 1.1%, deutsche Bundesobligationen mit gleicher Laufzeit in Euro 2.26% und amerikanische 30-jährige Anleihen mit 3.2%. Dies sind extreme Tiefstände.



Auch wenn diese Staatsanleihen alle praktisch keine laufenden Renditen abwerfen, haben sich Investitionen in den letzten Jahren für die Anleger dennoch gelohnt. Weil die Zinsen in dieser Zeit im Allgemeinen sanken, stiegen die Kurse der bereits ausgegebenen Anleihen, was für die Investoren zu entsprechenden Kapitalgewinnen führte, so dass die Gesamrendite dieser Obligationen für den Anleger immer noch positiv war.

Die Idee, dass Staatsanleihen risikolos sind, da Staaten ihre Schulden immer zurückzahlen, ist falsch. Alle Obligationen und insbesondere Staatsanleihen sind mit Risiken verbunden. Diese sind zurzeit äusserst hoch:

Risiko der Zinserhöhung

Zurzeit befinden sich die Zinsen bei fast allen Währungen auf einem historischen Tiefstand. Die Obligationenrendite ist minimal oder anders ausgedrückt: die Obligationen sind im Vergleich zur Rendite extrem teuer. Steigt das Zinsniveau, so sinken die Kurse bereits ausgegebener Obligationen massiv.

**Zinsanstieg wird zu massiven
Verlusten führen**

Dieser Kursrückgang tritt **unabhängig von der Bonität des Schuldners ein**. Auch wenn dieser, wie z.B. die Schweizerische Eidgenossenschaft, mit aller grösster Wahrscheinlichkeit nach 20 Jahren wieder 100% einer Obligation zurückzahlt, wird der Kurs dieser Obligation zwischenzeitlich sehr stark zurückgehen, wenn die Zinsen ansteigen.

Steigt das allgemeine Zinsniveau einer Obligation mit **30 Jahren Laufzeit von heute 1.1% auf 3.5%**, so geht der Kurs der Obligation auf um über **40% zurück**. Steigt die Rendite auf 4.5%, so sinkt der Kurs sogar auf um mehr als 50%. Ein derartiger Anstieg der Renditen ist nicht aussergewöhnlich.

Die Renditen von Obligationen bewegten sich vor einigen Jahren tatsächlich in diesem Gebiet.

Steigt die Inflation ein wenig und beenden die Zentralbanken ihre heutige sehr expansive Geldpolitik, so werden sich die Zinsen wieder in diesem Bereich bewegen. Die Berechnung des Kursverlustes gilt natürlich nicht nur für Schweizer Obligationen, sondern auch bei Obligationen anderer Länder werden Renditeanstiege zu massiven Verlusten führen.

Inflationsrisiko

Das Risiko der Zinserhöhung ist eng mit dem Inflationsrisiko verbunden. Inflation bzw. Geldentwertung führen automatisch zu höheren Zinsen, da die Zinsen nicht nur Entgelt für die Benutzung des Kapitals darstellen, sondern auch die Inflation ausgleichen müssen.

Höhere Inflation führt nicht nur dazu, dass die Kurse von Obligationen zurückgehen, sondern dass die Anleger auch durch die Geldentwertung real Geld verlieren. Bei durchschnittlich 3% Inflation erhält ein Obligationär mit einer 30jährigen Obligation Ende der Laufzeit weniger als 40% ursprünglichen Kaufkraft zurück (bei 4% Inflation sogar weniger als 30%). Auch wenn ihm der 100%ige Nominalwert zurück bezahlt wird. **Inflation und höhere Zinsen führen - völlig unabhängig von der Bonität des Schuldners - zu hohen Verlusten der Obligationäre.**

**Mit Inflation Staatenverschuldung
reduzieren**

Über längere Zeiträume betrachtet, ist es im Übrigen immer wieder zu solch hohen Einbussen auf Obligationen gekommen – manchmal wurde der Faktor Inflation auch von Staaten ganz bewusst eingesetzt, um auf diese Weise die sehr hohe Staatsverschuldung zu reduzieren.



Inflation und Renditeanstieg mit einem entsprechenden Rückgang der Obligationenkurse waren das Mittel, das die meisten Staaten nach dem Zweiten Weltkrieg angewendet hatten, um so ihre Schulden zu reduzieren.

Gerade im heutigen Umfeld ist die Gefahr, dass die europäischen Staaten wieder zu diesem Mittel greifen, nicht ausgeschlossen. **Die Entschuldung durch Inflation entspricht eigentlich dem Stil linker Parteien welche, die Austeritätspolitik ablehnen und eine inflationäre Geld- und Ausgabenpolitik der Staaten fordern,** um die Arbeitslosigkeit zu bekämpfen. In dieses politische Konzept passt natürlich auch die **Vermögensumverteilung von reichen Leuten, die Obligationen halten und diese vom Staat mit entsprechend entwertetem Geld zurückbezahlt erhalten. Inflation ist im Rahmen derartiger politischer Konzepte nichts anderes als eine versteckte Steuer auf dem Vermögen der Obligationeninhaber und ein Instrument zur Umverteilung von Vermögen.**

Bonitätsrisiken

Viele Anleger gehen davon aus, dass bei Staatsanleihen kein Bonitätsrisiko besteht, da Staaten nicht in Konkurs gehen. Dieses Konzept ist falsch. Staaten können ihre Zahlungen einstellen und – ähnlich wie bei einem Konkurs eines Unternehmens – die Gläubigerforderungen reduzieren.

Ruanda platziert erfolgreich Anleihe

Anders als beim Konkurs eines Unternehmens werden aber nicht die vorhandenen Aktiven unter den Gläubigern aufgeteilt. Vielmehr wird den Gläubigern ein Betrag ausbezahlt, den die Regierung in eigenem Ermessen festsetzt. In dieser Weise wurden beispielsweise die argentinischen oder auch die griechischen Staatsanleihen reduziert.

Bei allen Staaten, die eine Verschuldung aufweisen, welche über die 100% des Bruttonettoproduktes hinausgeht, sind die Obligationen gefährdet. Die Gefahr einer staatlichen Schuldenreduktion nimmt natürlich zu, wenn die Zinsen steigen und der Staat die zu den heutigen tiefen Zinsen aufgenommenen Obligationen gar nicht mehr mit neuen höher verzinslichen Obligationen refinanzieren kann. In Anbetracht der Möglichkeit der staatlichen Schuldenreduktion bzw. der Zahlungsunfähigkeit von Staaten ist es völlig erstaunlich, dass Investoren heute Obligationen gefährdeter Staaten erwerben, wie z.B. die Obligationen der EU-Südstaaten, Südamerikanischer Staaten oder sogar Afrikanischer Länder (kürzlich hat Ruanda sogar eine Anleihe erfolgreich platziert). Diese Investoren werden feststellen, dass die Risikoprämie von 3 bis 5%, die sie erhalten, die tatsächlichen Risiken, die mit diesen Ländern verbunden sind, nicht kompensieren.

Risiken werden verdrängt – Herdenverhalten dominiert

Die oben erwähnten Risiken – Zinssteigerung, Inflation und staatliche Schuldenreduktionen – werden heute völlig verdrängt. Die Anleger kaufen Staatsanleihen und andere Obligationen, ohne diesen Risiken tatsächlich Rechnung zu tragen.

Wie bei allen Blasen zeigt sich auch bei den Obligationen auch das typische Herdenverhalten. Die Anleger investieren in Obligationen, weil andere Investoren die gleichen Anlagen machen und dabei auch Erfolg haben. Dieses Herdenverhalten, bei dem sich die einzelnen Anleger gegenseitig in ihrem Verhalten bestärken, verstärkt natürlich den Trend zu hohen Preisen. Das Herdenverhalten zeigt sich aber jeweils auch am Ende einer Blase; alle Investoren versuchen gleichzeitig ihre Investitionen abzustossen, was zu raschen Preiszusammenbrüchen führt.

Wenn alle verkaufen wollen, gibt es keine Käufer mehr oder nur Käufer, die zu sehr tiefen Preisen einsteigen. Bei den Obligationen wird das Herdenverhalten im Übrigen durch staatliche Massnahmen verstärkt.



Die Aufsichtsbehörden zwingen Versicherungen, Pensionskassen und Banken dazu, in Obligationen, insbesondere Staatsobligationen zu investieren. Gerade diese künstliche Nachfrage steigert zurzeit die Blasenbildung stark.

Wenn die Blase platzt...

Die Analyse des Bond-Marktes zeigt, dass sich zurzeit eine sehr starke Blase bildet, da alle "Zutaten" für eine Blase vorhanden sind:

Herdenverhalten führt zu Preiszusammenbrüchen

Hohe Preise, reale aber in der Preisbildung völlig verdrängte Risiken sowie das Herdenverhalten.

Die Blase wird eines Tages platzen und die **Obligationenanleger werden sehr hohe Verluste erleiden, wie sie dies bereits einmal Ende der 60er und anfangs der 70er Jahre erleiden mussten.**

Bei Risikostaaen wie bei den Südstaaten der EU, den afrikanischen Staaten und auch bei den südamerikanischen Staaten besteht noch zusätzlich das reale Risiko einer Schuldenreduktion. Aufgrund dieser Umstände ist das Invico-Analyseteam in der heutigen Zeit gegenüber Obligationen negativ eingestellt. Für Kunden kaufen wir keine langfristigen Obligationen. Sofern Kunden auf Obligationen bestehen, beschränken wir die Investition auf Obligationen mit kurzen und mittleren Laufzeiten, da bei diesen die Verlustrisiken beim Zinsanstieg wesentlich geringer sein werden als bei langfristigen Obligationen.



Wie wir im 2. und 3. Quartal 2013 anlegen:

Sicherheitsstufe:	CHF übergewichten, GBP, USD, Euro marktgewichten Wandelanleihen (30%), Schweizerische Immobilienfonds (20 %), Geldmarkt (20 %), Immobiliengesellschaften (30 %) (untergewichten)
Aufbaustufe:	Schweiz, USA, Europa (D) Aktien: Holcim, Novartis, Roche, Richmond, Nestle, Baloise, Zurich FS, CS Group, ABB, Swatch, Syngenta, Siemens, SAP, P&G, GE, XMTCH, (Indexfonds) Royal Dutch, Adecco, Swiss Re, J&J, Accenture, Medtronic, L'Oreal, Bayer AG, BASF, Fresenius, Tesco
Wachstumsstufe:	Bucher, Komax, Walter Meier, Tecan, Fonds Südostasien (max. 5 %), Ascom, Rosneft, Outotec, Small-Caps USA, India Fonds, Hong Kong, Petrochina, China Mobile, Dax-Mid Cap, SMIM. China, Japan, Russland als Diversifikation, Jardine, Keppel
Bemerkungen:	Wir erwarten für das 2. und 3. Quartal 2013 eine anziehende Wirtschaftsentwicklung in den USA und der Schweiz. Bevorzugen die Schweiz aus währungspolitischen Gründen. Japan, China und die Emerging Markets sind Diversifikationen mit Vorsicht. Rohstoffwerte sind ein günstiger Kauf geworden.

Dieser Finanzbrief enthält keine Investitionsaufforderung. Jegliche Haftung wird abgelehnt.



Vertraulich

- Ich lasse Ihnen mein Portfolio zukommen. Bitte analysieren Sie es und unterbreiten Sie anhand Ihres erfolgreichen INVICO[®]-Dreistufenmodells einen Anlagevorschlag
- Ich interessiere mich für das INVICO[®]-US-Portfolio oder weitere Informationen in diesem Bereich

Name, Vorname _____

Strasse _____

PLZ, Ort, Land _____

Tel., Fax, Email _____ / _____ / _____

Beilage: Aufstellung meines Portfolios vertraulich an

Rolf Schlegel

INVICO[®] ASSET MANAGEMENT AG

Kirchgasse 24, Postfach, CH-8022 Zürich

Tel +41 (0)44 267 60 80, Fax +41 (0)44 261 72 88, info@invico.ch



Mit uns arbeitet Ihr Kapital!