

INVICO[®] ASSET MANAGEMENT

INVICO[®] FINANZBRIEF



Februar 2010

2009 war ein gutes Anlagejahr - wie wird 2010 ?

Nach einem katastrophalen Start im Januar und Februar drehte die Börse im März, worauf eine Hausse begann, von der unsere Anleger alle profitieren konnten. Grund für die Hausse waren folgende Faktoren:

Übertriebener Rückgang der Aktienkurse

Der Aktienwert vieler Unternehmen hatte ein Niveau erreicht, das nicht mehr dem fundamentalen Zustand dieser Unternehmen entsprach. Interessant war, dass die Börse dieses Mal nicht zwischen Unternehmen, die sich tatsächlich in Schwierigkeiten befanden und gesunden Unternehmen unterschied. **Die Aktien von Unternehmen, welche Dank der finanziellen Stärke die Krise ohne Sanierung überlebten, waren deshalb bereits ein klarer Kauf.**

Hohe Liquidität

Die Stützungs- und Rettungsmaßnahmen der Zentralbanken haben zu einer hohen Liquidität an den Finanzmärkten geführt. Ein Teil dieser Mittel floss auch an die Börsen.

Tiefe Zinsen

Die Interventionen der Notenbanken zugunsten der Wirtschaft haben zu sehr tiefen Zinsen geführt. **Tiefe Zinsen führen zu einer höheren Bewertung von**

Aktien, da die Dividendenerträge, die von den Unternehmen bezahlt werden, bei tieferen Zinsen wesentlich attraktiver sind.

Wirtschaft entwickelt sich positiv

Dass die Hausse schon zu einem Zeitpunkt begann, als die Wirtschaft noch keineswegs im Aufschwung war, ist nicht beunruhigend. **Normalerweise nimmt die Börse die Wirtschaftsentwicklung mindestens sechs Monate vor dem wirtschaftlichen Aufschwung vorweg.** Tatsächlich zeigte sich der Aufschwung in den Statistiken auch erst Ende des dritten, anfangs des vierten Quartals. Die Börse wird die Zukunft weiter voraus nehmen, weshalb ihr Stand heute wesentlich besser ist als der Zustand der Realwirtschaft.

Wie wird sich 2010 entwickeln?

Das INVICO Analyseteam geht davon aus, dass sich die Wirtschaft im Jahr 2010 positiv entwickeln wird. Einerseits werden Asien und China, die überhaupt keine Rezession hatten, bis zu einem gewissen Grad Zugpferde für die Industrienationen sein. Andererseits entfalten nun aber auch die Wirtschaftsförderungsprogramme der Industrieländer Wirkung. Diese

1 2009 war ein gutes Anlagejahr - wie wird 2010 ?

2 Behavioral Finance - Anleger handeln irrational

5 Der Dollar 2010 wird stärker

6 Arbeitslosigkeit - ein Strukturproblem unserer Zeit

7 EURO - eine Währung mit Problemen

10 Gold als Anlage

Programme, die zwar langfristig zu einer erhöhten Verschuldung und zu höherer Inflation führen werden, haben mindestens kurzfristig Impulse ausgelöst, die sich 2010 niederschlagen werden. Auch die tiefen Zinsen und die hohe Liquidität werden weiterhin die Börsenentwicklung positiv beeinflussen.

Im Gegensatz zum Jahr 2001 (letzte Rezession) sind

China und Asien Zugpferde der Weltwirtschaft

die meisten Industriefirmen in einer guten finanziellen Verfassung. Ausnahmen bilden nur Unternehmen, die sich im Rahmen einer **übertriebenen Expansionsstrategie oder durch teure Akquisitionen zu hoch verschuldet haben**. Diese Unternehmen werden in den nächsten Monaten noch sehr stark leiden und wenn eine Sanierung nicht möglich ist zum Teil verschwinden.

Das INVICO Analyseteam geht daher davon aus, **dass Aktieninvestitionen im 2010 wiederum eine positive Rendite erbringen werden und bleibt daher immer noch investiert.**

Behavioral Finance - Anleger handeln irrational

Die traditionelle ökonomische Analyse von Wertpapiermärkten basiert darauf, dass sich Anleger streng rational verhalten: Nach dieser Theorie kaufen sie Aktien aufgrund ihrer Analysen wenn sie zur Überzeugung gekommen sind, dass der Unternehmenswert einer Aktie höher liegt als der Aktienkurs. Sie verkaufen dagegen Aktien, wenn sie zur gegenteiligen Auffassung gekommen sind, d.h. dass der Wert tiefer liegt als der Börsenkurs.

Dieses **Grundmodell ökonomischen Verhaltens ist nicht völlig falsch**, da Anleger und Analysten tatsächlich versuchen, sich in diesem Sinne zu verhalten. Sie möchten Aktien entdecken, die unterbewertet sind und Aktien verkaufen, die überbewertet sind. **Die ökonomische Analyse des Anlegerverhaltens kann aber die häufig völlig unberechenbaren Kursveränderungen an der Börse nicht erklären.**

Kauf- und Verkaufentscheidungen basieren oft auf psychologischen Faktoren

Eine Forschungsrichtung zur Erklärung des Anlegerverhaltens ist Behavioral Finance. Dies ist eine verhaltenswissenschaftliche Erklärungsmethode die versucht, das Geschehen auf den Finanzmärkten unter Einbezug von psychologischen und soziologischen

Faktoren zu erklären. Auf dieser Basis werden die **Bildung von Erwartungen und die Entscheidungen der Anleger nicht mehr rein ökonomisch ergründet, sondern als Zusammenspiel von ökonomischen, psychologischen und vor allem massenpsychologischen Aspekten analysiert.** Grundlegende Erkenntnis dieser Forschung ist, dass **Anleger nicht immer rational handeln**, wobei diese Erkenntnis nicht nur auf individuelle Anleger beschränkt ist, sondern auch für institutionelle Anleger gilt, denn **auch in Pensionskassen und Versicherungen handeln Menschen**, die den gleichen psychologischen Mechanismen unterliegen wie Privatanleger.

Behavioral Finance ist psychologisches und soziologisches Anlageverhalten

Herdentrieb führt zu Überreaktion

Eine der wesentlichen Erkenntnisse von Behavioral Finance ist, dass Märkte überreagieren. Wenn die Wirtschaftslage gut ist, beginnen die Anleger Aktien zu kaufen, wobei die steigenden Kurse von vie-



len als Signal verstanden werden, dass die Lage der Unternehmen gut ist und es sich lohnt Aktien zu kaufen, was vor allem unerfahrene Anleger anzieht. Dieser Herdentrieb besteht allerdings nicht nur bei den unerfahrenen Kleinanlegern - die neue Forschung zeigt, dass **auch institutionelle Anleger dem Herdentrieb unterliegen**.

Auch Grossbanken unterliegen dem Herdentrieb

Sobald die Investment Manager einer Pensionskasse oder Versicherung feststellen, dass andere institutionelle Anleger („Konkurrenz“) Gewinne machen, weil sie höhere Aktienquotas besitzen, entsteht ein ungeheurer Druck, sich in gleicher Weise zu verhalten - häufig mit dem Gedanken, dass noch **nie jemand dafür bestraft wurde, der das Gleiche tut wie alle anderen**.

Risiken werden in der Haussephase unterschätzt

Die Anleger, die Aktien kaufen, beginnen in dieser Hausse-Phase sich selber zu bestärken, indem jeder neue Gründe findet, die für den Kauf von Aktien sprechen. Schliesslich steigen die Aktien ja nur, wenn man auch die Kollegen davon überzeugt, dass auch sie diese Aktien kaufen sollten. Gerade dieses Verhalten führt dazu, dass die Risiken in einer Hausse-Phase nicht beachtet bzw. stark unterschätzt werden. **Dieser "Herdentrieb" hat ja sogar bei den Grossbanken, die über Hunderte von qualifizierten Analysten und Risikomanager verfügen, zur Finanzkatastrophe von 2008/2009 geführt**.

Sehr viele Banken hatten in **amerikanische Hypothekarpapiere investiert und alle entwickelten Theorien, weshalb diese Papiere völlig sicher seien. Niemand hatte daran gedacht, wenn alle das Gleiche tun, dass das Risiko steigt**.

Es ist klar, dass diese psychologischen Mechanismen dazu führen, dass bei einer guten Wirtschaftsentwicklung die Aktien viel stärker ansteigen, als dies aufgrund der fundamentalen Wirtschaftssituation gerechtfertigt wäre. Die Übertreibung sieht man allerdings meistens erst dann, wenn die Börse zusammenbricht - Alle sahen die Übertreibungen der dot.com Blase von 2000 und der Finanzmarkt-Blase von 2007/2008 erst im Nachhinein. **Die Wenigsten hatten vorher tatsächlich gewarnt, auch wenn dies heute viele behaupten**.

Gleiche Übertreibungen wie bei der Hausse sehen die **Behavioral Finance Forscher** aber auch bei Baissen. Genau der gleiche Mechanismus Herdentrieb, **gegenseitige Bestätigung der Anleger im Pessimismus und die krasse Überschätzung aller Risiken führen zu negativen Übertreibungen**. Die gleichen Analysten, die vorher noch ewiges Wachstum an den Finanzmärkten und unbegrenzte Produktivitätsfortschritte in der Industrie predigten, **prophezeiten im Februar und März 2008 den allgemeinen Wirtschaftszusammenbruch** und sprachen vom Ende des Kapitalismus, der Finanzmärkte und der Börsen.

Rationales Verhalten sichert Gewinne

Diese Übertreibungen der Märkte geben aber dem Anleger bzw. Anlageberater, der sich nicht auf diesen Mechanismen einlässt eine gewisse Distanz zum Markt und zu den Marktteilnehmern. Er kann die Chance wahrnehmen, sich durch rationales Verhalten Gewinne zu sichern. Wer im Februar / März nicht verkauft, sondern zugekauft hat, konnte dementsprechend profitieren. Das INVICO Analyseteam hat daher kaum Aktien verkauft, sondern im ersten Halbjahr 2009 sogar zugekauft. **In einer Zeit, in der viele Analysten nur noch zu Verkäufen rieten, haben wir gerade aus den Erkenntnissen der Behavioral Finance festgestellt, dass die Baisse-Bewegung nicht unendlich dauert, sondern bald Boden finden wird, und dass ihre letzte Phase die Kursverluste vom November bis Februar als Übertreibung gewer-**



tet werden mussten. Sie mögen sich an unser Finanzbrief vom Dezember 2008 erinnern, wo wir anhand unserer Analyse den Aufschwung der Börse in der 2. Hälfte von 2009 voraussagten.

Vergleiche: Finanzbrief vom Dezember 2008, Tiefe Zinsen und sinkende Energie- und Rohstoffpreise: Das Lebenselixier der Wirtschaft auf www.invico.ch unter Reporting / Finanzbrief / Archiv

Der Markt hat immer Recht

Behavioral Finance liefert aber nicht nur zu Massenphänomenen interessante **Erkenntnisse, sondern auch zum eigenen Verhalten von Anlegern und Anlageberatern**. Forscher haben nämlich festgestellt, dass Personen, die sich als fachkundig betrachten, **extrem stark an ihren Meinungen festhalten** und diese auch dann noch verteidigen, wenn sie vom Markt widerlegt werden. Anleger wie auch Analysten, die einmal aufgrund einer rationalen Analyse festgestellt haben, dass ein Unternehmen unterbewertet ist, **verlieren diesen Glauben häufig auch dann nicht, wenn die fundamentalen Daten das Gegenteil zeigen**. Dies trifft auch dann zu, wenn der Markt Recht hatte und dem begeisterten Anleger bzw. Analysten Umstände verborgen geblieben sind, die gegen eine Unterbewertung sprechen, sondern zeigen, dass die Aktie plötzlich überbewertet ist.

Das Vertrauen in die eigenen Fähigkeiten bzw. die **Überschätzung der eigenen Erkenntnisse führt**

dazu, dass Anleger häufig bestimmte Aktien zu lange halten. Nachdem eine Hausse begonnen hat wird oft mit Käufen gewartet, da man immer noch glaubt, dass es sich nur um eine kurzfristige Erholung handle und man deshalb auf einen günstigen Zeitpunkt warten will. Dieses Phänomen hat sich gerade in den letzten Monaten gezeigt. **Viele Investoren, einschliesslich auch viele institutionelle Anleger, halten krampfhaft an der Theorie fest, dass wir zur Zeit keine Hausse haben**, sondern nur eine kurze Erholung, die in einer Baisse münden wird, die noch stärker sein wird, als wir dies 2008 erlebt hatten.

Diese Leute, die entsprechend ihrer Überzeugung viel Bargeld halten, sind jedoch gerade einer der Gründe, weshalb die Hausse andauern wird - früher oder später werden diese Leute Aktien kaufen müssen und auf den fahrenden Zug aufspringen. Wahrscheinlich tun sie es allerdings zu spät, entsprechend der oben dargestellten Logik des Herdentriebs folgend.

Investoren werden auf den laufenden Zug springen und Hausse ankurbeln

Wir alle sind leider von der Problematik nicht gefeit, dass uns die eigenen Erkenntnisse am meisten überzeugen, und dass wir diesen zu lange folgen. Im INVICO Analyseteam versuchen wir dieses Problem allerdings dadurch zu bekämpfen, dass die Erkenntnisse eines Analysten von einem andern Kollegen periodisch und kritisch überprüft werden. Auf diese Weise wollen wir vermeiden, dass wir aufgrund einer "Analysenblindheit" zu lange an klar überholten Erkenntnissen festhalten.



Der Dollar wird 2010 stärker

Der Dollar beschloss das **Jahr 2009 nahe bei seinen Tiefständen**; diese lagen knapp unter CHF 1. Der schwache Dollar hat unsere bisherige Währungsprognose erfüllt - das INVICO Analyseteam hatte den **weiteren Abstieg des Dollars für 2009 im Finanzbrief August 2008 richtig vorausgesehen**.

USA leben über ihre Verhältnisse

Leider haben sich die fundamentalen Gründe, die für die Schwäche des Dollars verantwortlich sind, nicht entscheidend verändert. Die **USA leben über ihre Verhältnisse**: Sie importierten selbst in der tiefsten Rezession mehr Güter und Dienstleistungen als sie exportierten. Dieses Leistungsbilanzdefizit belastet den Dollar stark - es gibt ausserhalb der USA immer mehr Dollars, die entsprechend dem Gesetz von Angebot und Nachfrage natürlich billiger werden. **Dieser Abwertungsdruck wird in den nächsten Jahren nicht abnehmen, da die Amerikaner offenbar nicht gewillt sind, ihren Konsum einzuschränken**. Gefördert wird diese Haltung natürlich von einigen Exportländern selbst - die Chinesen halten ihre Währung gegenüber dem amerikanischen Dollar bewusst tief, um weiterhin in die USA exportieren zu können,

Langfristiger Abwärtstrend des Dollars

was die eigene Wirtschaft fördert und den sozialen Frieden in China sichert.

Der Rückgang des amerikanischen Dollars verläuft jedoch nicht linear, sondern wellenförmig - der Dollar steigt an, geht dann aber wieder zurück, wobei die neuen Tiefstwerte meistens unter dem letzten Tief liegen. Grund für den Anstieg ist jeweils die Zinser-

höhung, denn bei einer positiven Wirtschaftsentwicklung in den USA steigen auch die Dollarzinsen, was die Währung für Anleger wieder attraktiv macht und zu einer entsprechenden Nachfrage für Dollars führt. **Zurzeit rechnet das INVICO Analyseteam wieder mit einer dieser zyklischen Aufschwungbewegungen für den Dollar, da die amerikanische Wirtschaft sich deutlich schneller erholen wird als die europäische**. Wir gehen daher davon aus, dass der Dollar im Jahr 2010 ansteigen wird und dann klar über der Marke von CHF 1 liegen wird.

Aktien steigen - Obligationen verlieren an Wert

Diese Währungsvoraussage gibt Gelegenheit, durch den **Kauf ausgewählter amerikanischer Aktien** vom Aufschwung in den USA zu profitieren. Ein langfristiges Engagement im Dollar durch den Kauf von Obligationen ist aber nicht empfehlenswert: Einerseits werden steigende Zinsen zu tieferen Obligationenkursen führen, andererseits rechnen wir in einem Zeithorizont von zwei bis drei Jahren wiederum mit einer Abwärtsbewegung des Dollars, dessen Wert dann bedeutend unter CHF 1 liegen wird.

Vergleiche: Finanzbrief vom April 2002, Der schwache Dollar und Finanzbrief vom Juni 2005, Der Dollar ist langfristig im Abwärtstrend auf www.invico.ch unter Reporting / Finanzbrief / Archiv



Arbeitslosigkeit - ein Strukturproblem unserer Zeit

In der Krise des vergangenen Jahres sind die Arbeitslosigkeitsquoten in den meisten Industrieländern massiv gestiegen. Da während der letzten Hochkonjunktur die Arbeitslosigkeit in vielen Staaten auf einem relativ hohen Niveau verharrte, führte dies durch die Wirtschaftskrise in einigen Staaten zu beunruhigend hohen Arbeitslosigkeitsraten von 10% oder mehr - Spanien erreichte sogar 20%.

Diese Arbeitslosigkeit ist struktureller Natur und nur zum Teil konjunkturell bedingt. Die arbeitsrechtlichen Vorschriften in den Ländern der Eurozone sind derart strikt, dass es für Arbeitgeber weniger attraktiv ist, neue Arbeitnehmer anzustellen. Kündigungsschutz, Abgangsentschädigung bei Kündigungen, Mindestlöhne und ähnliche Massnahmen verteuern die Anstellung von neuen Arbeitnehmern. Ein Arbeitgeber weiss, dass er mit jedem neuen Arbeitnehmer eine Hypothek aufnimmt, die ihn später belasten wird. Daher versuchen die Unternehmen in den europäischen Industriestaaten auch **in einem Wirtschaftsaufschwung die steigende Nachfrage ohne die Festanstellung neuer Arbeitnehmer zu bewältigen.** Zu diesem Zweck werden vor allem Temporärangestellte zugezogen und Arbeitsverhältnisse auf beschränkte Zeit abgeschlossen. Leider

Arbeitnehmerschutz steigert die Arbeitslosigkeit

bleibt es nicht bei diesen Massnahmen, die immerhin zu einer Senkung der Arbeitslosigkeit führen. Die Probleme des Arbeitsrechts und der überzogene Schutz der Arbeitnehmer führen dazu, dass Arbeitsplätze exportiert werden. Dies erfolgt zum Teil im Rahmen des Outsourcings, indem Dienstleistungen von Drittspezialisten in Niedriglohnländern beigezogen werden. Zum Teil werden aber auch ganze Ferti-

gungsschritte ins Ausland verlegt, wo das Arbeitsverhältnis nicht derart überreglementiert ist.

Dies zeigt, dass die **Bestimmungen zum Schutz der Arbeitenden** zwar die Arbeitnehmer schützen, die eine Arbeit haben, dass sie sich aber grundsätzlich **negativ für die Arbeitnehmer ohne Arbeit auswirken, weil sie den Arbeitsmarkt einschränken und die vorhandene Arbeitslosigkeit zementieren.** Diese Entwicklung lässt sich auch belegen: Länder mit einem flexiblen Arbeitsmarkt wie USA oder die Schweiz, wo Kündigungen im Wesentlichen voraus-

Flexibler Arbeitsmarkt fördert Wirtschaftswachstum

setzungslos und schnell ausgesprochen werden können und keine Abgangsentschädigungen geschuldet sind, weisen einen flexiblen Arbeitsmarkt auf. Auch in diesen Ländern steigt zwar die Arbeitslosigkeit in der Rezession, bei einem Wirtschaftsaufschwung geht sie aber relativ rasch und zügig zurück und verhindert, dass eine bedeutende Sockelarbeitslosigkeit übrig bleibt.

Die Erkenntnis, dass sich **Arbeitnehmerschutzbestimmungen gegen die Arbeitslosen richten, hat sich zwar in der Theorie durchgesetzt.** Es ist aber politisch unmöglich, diese Erkenntnis tatsächlich umzusetzen. Gewerkschaften und Politiker setzen sich ohnehin nur für die Arbeitnehmer ein, die Stellen haben und nicht für die Arbeitslosen. Dies mindestens, solange die Arbeitslosen in der Minderheit sind. Praktisch alle **Versuche, in der Eurozone das Arbeitsrecht zu deregulieren, sind deshalb gescheitert.**



Die kurzfristige Optik, die eine Flexibilisierung der Arbeitsmärkte verhindert, führt letztlich dazu, dass das Wachstum in den betroffenen Ländern geringer ausfällt als dies möglich wäre. Würden nämlich die Arbeitslosen zu tiefen Löhnen und ohne übermässigen Kündigungsschutz Arbeit finden, so würde dies in allen Ländern einen sehr starken Nachfrage- und Wohlstandsimpuls auslösen. Für Anleger ist es letztlich aber mässig, auf eine Verbesserung zu hoffen.

Das INVICO Analyseteam geht davon aus, dass **das unflexible Arbeitsrecht und die hohe Sockelarbeitslosigkeit in der Eurozone und das geringere Wachstum Fakten** sind, mit denen wir leben müssen und die wir in unseren Anlageentscheidungen berücksichtigen müssen. **Was sind nun die Folgerungen für den Anleger?**

1. In Ländern mit flexiblem Arbeitsmarkt investieren

Länder mit einem flexiblen Arbeitsmarkt, wie die USA, die Schweiz, England und die asiatischen Länder weisen tendenziell ein höheres Wachstum auf. Es ist davon auszugehen, dass sich diese Länder von der Rezession schneller erholen als die Länder der Eurozone. Investitionen in den USA und den asi-

atischen Ländern können daher besonders interessant sein.

2. Im Euroland fokussiert investieren.

In der Eurozone sollten Investitionen auf **Unternehmen** konzentriert werden, welche mit den **arbeitsrechtlichen Problemen** umgehen können. Dies sind vor allem die in diesen Ländern ansässigen multinationalen Unternehmen, da sie die **Fertigung und andere arbeitsintensive Tätigkeiten ohne weiteres ins Ausland verlagern können**. Die Unternehmen, die rein im Inland tätig sind haben dagegen, wenn sie nicht eine intelligente Outsourcing Strategie verfolgen, einen Wettbewerbsnachteil.

3. Anlagen in Personalvermittlern

Unternehmen, die Temporärarbeiter und Zeitarbeitsverhältnisse vermitteln, werden direkt von den oben dargestellten Problemen profitieren. Die Dienstleistungen dieser Gesellschaften sind relativ früh im Aufschwung gefragt, da sich gewisse Unternehmen kaum mit den Kosten von neuen Festangestellten belasten wollen. Ihr Vermittlungsvolumen wird im Aufschwung immer proportional wachsen. Interessant ist in diesem Bereich vor allem Adecco.

EURO - eine Währung mit Problemen

Heute gehören siebzehn Länder der EU Währungsunion an. Für alle diese Länder gilt nicht nur die **gleiche Währung**, sondern auch die **gleiche Zinspolitik**, da diese von der europäischen Zentralbank für alle Länder einheitlich festgelegt wird. Diese Länder unterscheiden sich zum Teil sehr stark durch ihre wirtschaftliche Struktur und haben zum Teil auch sehr unterschiedliche politische Auffassungen über Wirtschaftspolitik sowie über die Höhe staatlicher Ausgaben. Kern der Eurozone bilden einige Industrieländer, die auf eine Stabilität ausgerichtete Wirtschafts- und Finanzpolitik führen. Diese Länder, Deutschland, Österreich, Luxemburg und Holland haben in der heutigen Krise zwar auch einige Strukturproble-

me zu bewältigen, gehen diese aber mit einer vernünftigen Finanz- und Wirtschaftspolitik an und streben mindestens danach, die staatlichen Einnahmen und Ausgaben im Gleichgewicht zu halten.

Zu grosse politische und wirtschaftliche Unterschiede innerhalb der EU

Neben diesen traditionellen stabilitätsorientierten Ländern gehören aber auch Länder der EU Währungsunion an, **die massive Strukturprobleme** haben und traditionell wenig auf die Einnahmen und Ausgaben des Staates achten, sondern **aus politischen Gründen Defizite angehäuft haben**. Dazu



gehören **Spanien, Griechenland und Irland**. Zwischen den beiden Extremen der stabilitätsorientierten Kernländern und den Defizit- bzw. **Struktursündern bewegen sich Frankreich und Italien, die zwar weder eine stabilitätsorientierte Politik verfolgen, noch eine wirtschaftliche Stärke aufweisen.**

Euro-Länder können nicht mehr abwerten

Die Übersicht über die Euro-Länder zeigt letztlich ein Währungsgebiet mit äusserst unterschiedlichen wirtschaftlichen Voraussetzungen und einer äusserst unterschiedlichen Fiskalpolitik. Acht Jahre nach der Einführung des Euros zeigt sich, dass sich trotz der Einführung der einheitlichen Währung die wirtschaftlichen Grundlagen und die Wirtschaftspolitik der in der Eurozone zusammengefassten Ländern nicht vereinheitlicht hat. Während in Deutschland die Politiker zwar auch gerne Geld der Steuerzahler ausgeben, aber immerhin doch um ein haushaltpolitisches Gleichgewicht ringen, deckte **Spanien 2009 nur noch rund 50% seiner Ausgaben mit Steuern, und Griechenland ist faktisch bankrott.**

Die Länder, die vor der Einführung des Euros aufgrund ihrer Wirtschafts- und Ausgabepolitik Weichwährungsländer waren, haben ihre schlechten Angelegenheiten bei der Integration in die Einheitswährung nicht aufgegeben. Im Vertrauen, dass sie Dank des Euros vor einer Abwertung geschützt sind, haben diese Regierungen ihre zum Teil wirklich katastrophale Politik hemmungslos weiter geführt. In den ersten Jahren nach der Einführung des Euros im Jahr 2002 gelang dies auch tatsächlich. Dank dem allgemeinen Wirtschaftsaufschwung konnten gerade Spanien, Griechenland, Irland, zum Teil aber auch Italien und Frankreich ein hohes Wachstum realisieren, ohne dass es zur Inflation gekommen wäre. **Der durch Deutschland stabilisierte Euro verhinderte in diesen Ländern die früher übliche Inflation.**

Nachdem sich der Wind nun gedreht hat, zeigen sich die Probleme, welche die Einheitswährung für diese Länder mit sich bringt:

Wenige Euro-Länder halten sich an die Vorgabe

Keine Möglichkeit zu individuellen Abwertungen

Vor der Einführung des Euros konnten strukturschwache Länder, wie insbesondere Spanien, Griechenland aber in einem gewissen Masse auch Italien und Frankreich um konkurrenzfähig zu bleiben, ihre Währungen gegenüber der Deutschen Mark und anderen starken Währungen abwerten. Damit konnten sie ihre Finanzprobleme lösen. **Häufig war gar keine Anstrengung der Notenbanken notwendig, denn der freie Währungsmarkt vollzog die Abwertungen gleich selber.** Diese Abwertungen führten dazu, dass die Industrie dieser Länder ihre Produkte wieder billiger exportieren konnten. Wir erleben dies immer wieder am Beispiel von Spanien. Steigen die Preise in Spanien zu stark, wirkt dies für Touristen abschreckend. **Wurde die Peseta wieder etwas abgewertet, wurden Ferien in Spanien plötzlich wieder wettbewerbsfähig:** Wir fuhren wieder nach Spanien.

EU-Strukturhilfe gefordert

Preis dieser Wettbewerbsfähigkeit war natürlich eine höhere Inflation, da die Importgüter teurer wurden. **Der Nebeneffekt der Inflation, nämlich die Entwertung der Schulden, war aber für die Regierungen, die hohe Schulden machten, eine sehr willkommene Entwicklung.** Dieser Mechanismus ist jetzt durch den Euro verunmöglicht worden. **Diese Länder können nicht mehr abwerten - sie sind dazu verdammt, die negativen Wirkungen ihrer Katastrophewirtschaftspolitik zu tragen.** Dies



zeigt sich in hohen Arbeitslosenziffern und einem negativem Wirtschaftswachstum. Letztlich können diese Länder aus den selbst gemachten Problemen nur dann ausbrechen, wenn sie ihre Strukturkosten senken, d.h. die Staatsausgaben verringern und auch die Löhne reduziert werden. Beides sind **Prozesse, die politisch kaum durchgesetzt werden können**. Am Ende werden diese Staaten daher versuchen, von der EU Strukturhilfe zu erhalten. Dies mag bei kleinen Volkswirtschaften wie Griechenland, Irland und allenfalls auch noch Spanien gehen. Probleme in Italien oder Frankreich können aber von den Kernländern der EU nicht finanziert werden.

Notendruckerpresse durch EURO abgeschafft

Vor dem Eintritt in die Euro-Zone hatte jedes der Euroländer die eigene Währungshoheit. Jedes Land konnte eigene Währung drucken. Dies führte dazu, dass der **Staat sein Defizit notfalls "mit der Druckerpresse", d.h. seine Schulden oder mindestens die Zinszahlungen auf seinen Schulden mit neu gedruckten Noten finanzieren konnte**. Diese Art der Finanzierung führte natürlich zu einer Steigerung der Geldmenge, diese wiederum zu Inflation und Abwertung, was aber durch den oben dargestellten Kreislauf die **Exportgüter attraktiver** machte und so teilweise zu **einem Wirtschaftsaufschwung verhalf**. Diese Möglichkeit haben Euroländer nicht mehr. **Sie können Staatsausgaben und Schulden nicht mehr durch die Ausgabe neuer Noten abdecken**. Euros können nur von der Europäischen Zentralbank ausgegeben werden.

Die vertraglichen Grundlagen des Euros

Ein Land, das sich in Schwierigkeiten befindet, weil sich die Ausgaben nicht mehr mit Steuereinnahmen decken lassen, kann sich nur noch durch eine weitere Verschuldung refinanzieren. Dies wird aber zunehmend schwieriger - die hohen Zinsen, die Griechenland zurzeit bezahlen muss, belegen dies. **Auf diese Weise macht der Euro den Staatsbankrott**

möglich: Wenn ein Staat Einnahmen und Ausgaben nicht ins Gleichgewicht bringen kann und keine neue Schulden am Markt mehr aufnehmen darf, wird er seinen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen können. Dies bedeutet **Konkurs, wie dies zum Teil auch bei Gemeinden oder Städten schon passiert ist, die auch kein eigenes Geld drucken können**. Der Staatsbankrott wird im Übrigen in den vertraglichen Grundlagen der Währungsunion ausdrücklich vorgesehen - weder die Europäische Union noch andere Länder sind verpflichtet, einem Land beizustehen, wenn es in Zahlungsschwierigkeiten ist. Da **ein Staatskonkurs aber** schwere politische Folgen hat, ist davon auszugehen - genau wie bei den **Strukturproblemen** - dass **die EU einspringen wird**, d.h. die stabilitätsorientierten Länder (Steuerzahler), insbesondere Deutschland, müssen für die Sünden der anderen Mitglieder eintreten.

Grossbritannien im gleichen Fahrwasser

Hohe Staatsverschuldung in Grossbritannien

Die oben dargestellten Mechanismen zeigen sich im Übrigen auch klar in Grossbritannien. England, das während der Thatcher Regierung Einnahmen und Ausgaben im Gleichgewicht hielt und auch mit einer liberalen Politik die Wirtschaft fit hielt, kam unter den **sozialistischen Regierungen wieder in das alte Fahrwasser von hohen Staatsausgaben und Strukturproblemen**.

Grossbritannien zahlt nun für seine Probleme durch eine Abwertung, welche die englischen Produkte und Dienstleistungen wieder wettbewerbsfähig machen. Letztlich zahlen die englischen Bürger dadurch, dass Importe teurer werden und sie eine entsprechende Wohlstandseinbusse erleiden. England kann auf diese Weise wieder einen Wirtschaftsaufschwung erreichen, der von den Engländern selbst finanziert wird. Länder, wie Griechenland, Spanien



und Irland, werden sich ihren Aufschwung dagegen von den Kernländern, d.h. von vor allem Deutschland und seinen direkten Nachbarn finanzieren lassen.

Der stille Abschied vom Stabilitätspakt

Bei der Gründung der Währungsunion verpflichteten sich die Euro-Länder, in ihrer Wirtschafts- und Finanzpolitik gewisse Stabilitätskriterien einzuhalten. Insbesondere durften Staatsdefizit und Staatsverschuldung gewisse Grenzwerte nicht übersteigen. Diese Stabilitätskriterien sind aus dem Vokabular der Europolitiker verschwunden. **Fast alle Länder produzieren heute hohe Defizite und steigern die Staatsverschuldung, ohne dass irgendjemand eingreifen würde.**

Leider entsteht so der Eindruck, dass in der **Eurozone die traditionellen Weichwährungsländer und Defizitsünder die Oberhand gewonnen hätten.** In der Tat ist es Deutschland und anderen stabilitätsori-

entierten Ländern nicht gelungen, ihre finanz- und wirtschaftspolitische Disziplin den übrigen Euro-Ländern aufzuerlegen. **Der Euro wird damit gezwungenermassen zu einer schwächeren Währung als dies früher die Deutsche Mark war.** Er wird zwar in Zukunft stärker sein als der Dollar, da der Dollar auch in Zukunft weiterhin vom massiven Leistungsbilanzdefizit der USA belastet sein wird.

Der Euro wird aber schwächer werden als der Schweizer Franken. Für die nächsten fünf bis sieben Jahre rechnen wir daher mit einer durchschnittlichen Abwertung des Euros gegenüber dem Schweizer Franken von 2% p.a. Konkret heisst dies, **dass wir im Euroraum nur dann in Obligationen investieren**, wenn wir mindestens diese Zinsdifferenz zum Schweizer Franken erhalten und auch **bei Aktien legen wir das Schwergewicht auf Schweizer Titel.**

Vergleiche: Finanzbrief vom November 1996, Der schwache Euro kommt auf www.invico.ch unter Reporting / Finanzbrief / Archiv

Gold als Anlage

Im Jahr 2009 entwickelte sich der Goldpreis sehr positiv. Grund für diese Entwicklung war die Angst der Investoren – vor einem Zusammenbruch von Banken und zahlungsunfähigen Ländern, wie Griechenland und Dubai. Die Weiterentwicklung der Wirtschaft erschien unklar und **Gold tauchte für viele Anleger als sicherer Hort der Zuflucht auf.**

Gold wird primär gehortet

Günstig für das Gold war auch die hohe Liquidität, die durch die Rettungsaktionen der Notenbanken in den USA und Europa entstanden ist und die Märkte geradezu überflutet hatte - ein Teil dieses Geldes ist auch in das Gold geflossen und hat zu Höchstkursen

geführt.

Gold unterscheidet sich stark von anderen Rohstoffen wie Eisenerz, Kupfer oder Agrarprodukten. Gold weist nämlich im Gegensatz zu diesen Rohstoffen keine natürliche Verwendung auf. Gold dient primär zu Hortung - es hat kaum eine andere Verwendung. Zwar wird ein Teil des Goldes zu Schmuck verarbeitet. Dieser Goldschmuck hat aber mindestens zum Teil genau die gleiche Werterhaltungsfunktion wie Goldbarren, die ein Anleger in seinem Tresor aufbewahrt. Goldschmuck kann jederzeit eingegossen werden und wieder in den Umlauf gebracht werden. Ein Phänomen, das besonders in Indien und anderen Teilen Asiens zu beobachten ist. Je nach Goldpreisen und Wirtschaftslage wird dort immer wieder ein grosser Teil des Goldschmuckes eingeschmolzen und auf den Markt gebracht.



Ein unabhängiges Investment

Gold hat nicht nur keinen Verwendungszweck ausser der Hortung, sondern ist auch eine **völlig ertragslose Anlage**: Es gibt auf Goldbarren weder Dividenden noch Zinsen. Die **Goldnachfrage ist dementsprechend auch rein irrational**. Der einzige Grund, warum Gold einen Wert hat, ist seine Knappheit - ob schon dauernd Gold gefördert wird. Die gesamte Goldmenge, die in der Welt verfügbar ist, bleibt aber relativ gering. Im Gegensatz zu Währungen, Aktien oder Obligationen kann Gold daher nicht einfach durch Regierungen oder Unternehmen ausgegeben werden, sondern bleibt eine relativ konstante Grösse, die schon dadurch beschränkt wird, dass **die Förderung von Gold in den heute bekannten Goldminen relativ teuer** ist.

Damit wird Gold für viele Anleger zum **Sinnbild von Stabilität, also ein Wert, der weder von den Entscheidungen der Regierungen, noch von Fehlleistungen des Managements einzelner Unternehmen abhängt bzw. gefährdet wird**. Gold ist in diesem Sinne das einzig völlig unabhängige Investment, das ein Anleger machen kann. Es ist eine Art Unabhängigkeitserklärung des Anlegers.

Gold ist eine Unabhängigkeitserklärung des Anlegers

Goldpreis: Die Fieberkurve der Wirtschaft und Politik

Der Umstand, dass Gold ertraglos ist und keinen natürlichen Verwendungszweck hat, führt allerdings auch dazu, dass seine **Wertentwicklung allein von den irrationalen Entscheidungen der Anleger abhängt**. Im Wesentlichen von der Entwicklung von **Angstgefühlen**. Dies erklärt auch die sehr starken Kursbewegungen, die das Gold gemacht hat. Von 1969 bis 1980 stieg der Preis um das Siebenfache, worauf er bis 1992 wieder um 50% einbrach. Darauf folgt eine lange Zeit schwankender Kurse, die erst Mitte des letzten Jahrzehnts wieder zu einer Hausse führte. Betrachtet man den Kursverlauf von Gold so erinnert er an eine Fieberkurve, die das **Missbehagen der internationalen Investoren gegenüber den Re-**

gierungen und Unternehmen, sowie ihre Inflationsbefürchtungen ausdrückt. Entsprechend der Grundlage der Goldnachfrage sind diese Kursentwicklungen so unberechenbar wie die Gefühle der Anleger selbst. **Es gibt keine vernünftige Basis, um die Kursentwicklung von Gold vorauszusagen.**

Ausgewählte Aktien schlagen Gold

Das INVICO Analyseteam hat entsprechend seinem rationalen Analyseansatz bisher nie Gold empfohlen und wird sich von dieser Haltung auch nicht abwenden. Wir sind der Ansicht, dass andere Anlagemedien langfristig wesentlich ertragsreicher sind als Gold:

Obligationen und Aktien werfen eine ständige Rendite ab, was sich langfristig gegenüber Gold in einer klar besseren Wertentwicklung niederschlägt. **Langfristige Investments in ausgewählten Aktien haben die Goldentwicklung praktisch in jeder Periode übertroffen.**

In **inflationären Zeiten schneiden Anlagen in schweizerischen Immobilien wesentlich besser ab**. Auch Immobilien haben die Eigenschaft, dass sich ihr Volumen nicht beliebig vergrössern lässt. In der Schweiz ist der Raum für Wohn- und Geschäftsimmobilien klar begrenzt, was bei einer relativ konstanten Nutzung vor Inflation schützt. **Nimmt der Wert des Geldes ab, so steigt der Wert dieser Immobilien**. Im Gegensatz zu Gold werfen schweizerische Immobilienfonds und Immobilienaktien eine konstant gute Rendite ab, was auch in Zeiten ohne Inflation und Angstkäufen zu einer guten Wertentwicklung führt. Bei gleichem Inflationsschutz ist die Kursentwicklung schweizerischer Immobilienaktien bzw. -fonds wesentlich besser als Gold. Diese Überlegungen gelten allerdings weniger bei ausländischen Immobilienanlagen. Die Baulandreserven im Ausland sind grösser und Immobilienprojekte deshalb auch wesentlich spekulativer.

Deshalb verzichten wir bei INVICO für unsere Kunden auf Investitionen in ausländischen Immobilien. **Gerade die letzte Krise hat gezeigt, dass der Verzicht auf diese Investments richtig war** und hat unsere Kunden vor grossen Verlusten bewahrt.

Vergleiche: Finanzbrief Mai 2003, Gold ein taugliches Anlageinvestment auf www.invico.ch unter Reporting / Finanzbrief / Archiv



Finanzmarkt-Trends:

Private Trust Company

eine Alternative zur Privat-Holdinggesellschaft

Anstelle einer klassischen Holdinggesellschaft kann eine Private Trust Company („PTC“) zugleich die Holding-, Steuerplanungs- und Nachlassregelungsfunktion erfüllen. Eine PTC ist eine Trustgesellschaft, welche für einen oder mehrere Trusts errichtet wird. Diese Trusts halten die zu verwaltenden bzw. operativ tätigen Beteiligungen und Gesellschaften.

Der Vorteil einer PTC liegt darin, dass der Gründer einer PTC mehr Einfluss als bei einem herkömmlichen Trust ausüben kann. Eine solche Struktur ist vor allem für (Familien)-Unternehmen interessant, weil durch den Einsitz des Gründers als Verwaltungsrat der PTC das operative Geschäft weiter geführt wird. Eine PTC ist demnach für jene Personen geeignet, welche ihre Gesellschaften und Beteiligungen unter einem Dach zusammenfassen wollen und eine langfristige Nachlass- und Steuerplanung anstreben.

Seitdem in der Schweiz bekanntlich das Haager Trust Übereinkommen am 1. Juli 2007 in Kraft getreten ist, besteht für den hiesigen Finanzplatz mehr Rechtssicherheit in Bezug auf die Rechtsgestaltung und Strukturmöglichkeiten mit Trusts. Insofern kann nun auch aus der Schweiz mit typischen PTC-Jurisdiktionen wie die Bahamas, Neuseeland oder die Cayman Inseln operiert werden.

Unsere Trustabteilung steht Ihnen für weitere Informationen gerne zur Verfügung:

INVICO[®], Kirchgasse 24, 8022 Zürich,

Tel: +41 44 267 60 80, Fax: +41 44 261 72 88, E-Mail: info@invico.ch

Die INVICO[®] - Anlagestrategie für das 1. Quartal 2010:

Sicherheitsstufe:	CHF übergewichten, USD und GBP marktgewichten Wandelanleihen (30%), Nur ausgewählte konventionelle Obligationen (10%) Immobilienfonds (20 %), Geldmarkt (20 %), Immobilien-gesellschaften (30 %)
Aufbaustufe:	Schweiz, USA, Europa, China, Indien und Brasilien, Russland als Diversifikation. Aktien: Holcim, Novartis, Roche, Richmond, Baloise, Zurich FS, CS Group, Swatch, Syngenta, Deutsche Bank, Siemens, SAP, P&G, GE, Microsoft, XMTCH, EUROSTOXX (beides Indexfonds) Royal Dutch, Total, Adecco, Swiss Re, J&J, Accenture, Pfizer, Medtronic.
Wachstumsstufe:	Bucher, Komax, WMH, Tecan, QQQ, Fonds Südostasien (max. 5 %), Japan-Fonds (10 %) Spekula- tiv: Swisslog, Ascom, Rosneft, Outotec, Small-Caps USA India Fonds, Hong Kong, Indexbonds, Petrochina, Vale, China Mobile.
Bemerkungen:	Wir erwarten für das erste Quartal 2010 eine anziehende Wirtschaftsentwicklung und bevorzugen die Schweiz und USA aus währungspolitischen Gründen. China und die Emerging Markets sind erneut das Zugpferd. Rohstoffwerte sind ein günstiger Kauf.

Dieser Finanzbrief enthält keine Investitionsaufforderung. Jegliche Haftung wird abgelehnt.



Mit uns arbeitet Ihr Kapital!