

# INVICO® ASSET MANAGEMENT

## FINANZBRIEF

Dezember 2008



### USA-Aufbruch mit Obama?

Die USA haben Barack Obama als neuen Präsidenten gewählt. Nicht nur in den USA, sondern in der ganzen Welt setzen nun viele Leute grosse Hoffnungen in den neuen Präsidenten.

Da er jung ist und bisher keine politische Führungsposition einnahm, in der er Entscheide umsetzen musste, ist er bezüglich seines politischen Verhaltens ein unbeschriebenes Blatt. Gerade dies macht **Obama zur Projektionsfläche für alle möglichen Wünsche und Hoffnungen seiner Wähler und Bewunderer** – alle erwarten von ihm, dass er ihre Anliegen und die Ansprüche, die sie an den Staat stellen, tatsächlich umsetzt.

Diese Haltung wurde von Obama während des Wahlkampfes auch stark gefördert, in dem er unter dem Stichwort "**Change**" Veränderungen versprach, ohne diese genau zu spezifizieren. Er **schuf damit eine Aufbruchsstimmung, die sehr stark von den realen Möglichkeiten der USA abfiel**. Entsprechend wird es Obama als Präsident schwer fallen, seine Anhänger zufrieden zu stellen und ihre Hoffnungen zu erfüllen. Viele Ideen und Vorstellungen werden an den Zwängen der Realpolitik aber auch an den Finanzierungsproblemen des amerikanischen Staates scheitern.

Das Versprechen, allen Amerikanern den Zugang zu einer staatlichen **Krankenversicherung** zu geben, verursacht allein schon bis ins Jahr 2013 **Kos-**

**ten, die auf USD 425 Mrd. geschätzt werden.** Nachdem Obama versprochen hat, Einkommen bis USD 200'000 pro Familie steuerlich zu entlasten und gleichzeitig auch noch ein grosses Wirtschaftsförderungsprogramm zur Bewältigung der Krise in Aussicht gestellt hat, dürfte die Finanzierung derartiger Vorhaben sehr schwierig werden. Die Finanzierung über eine Erhöhung der Staatsschulden scheint in Anbetracht des bereits heute sehr grossen Budgetdefizits und der entsprechend hohen Staatsverschuldung der USA unmöglich geworden

#### Grosse Erwartungen werden in Barack Obama gesetzt

zu sein. Damit dürfte nur schon eine teilweise Verwirklichung der **Pläne von Obama zu einer massiven Erhöhung der Steuern für höhere Einkommen und zur vollen Besteuerung von Kapitalgewinnen** führen.

Problematisch ist, dass der neue Präsident in seinen bisherigen Äusserungen die grossen Probleme der USA, wie die Staatsverschuldung, das Leistungsbilanzdefizit und die negative Sparquote der Konsumenten nicht behandelt hat. Der unterlegene Kandidat, der Republikaner McCain, ist diese Probleme zwar auch nicht angegangen, sondern hat die gleich grossen Versprechungen gemacht wie Obama. Letztlich führt die Dynamik des Wahlkampfes in den USA fast zwingend dazu, dass die Kandidaten

1 USA - Aufbruch mit Obama?

4 Achtung - fiktive Gewinne

6 Ausländische Verwaltungsräte und Führungskräfte in schweizerischen Unternehmen

8 Tiefe Zinsen sowie sinkende Energie- und Rohstoffpreise sind das Lebenselixier für die Wirtschaft

Aus unseren Archiven:

10 Juli 1995 - Bleibt der Schweizer Franken Anlagewährung Nr. 1?

12 August 1998 - Hedge Funds

13 INVICO - Homepage - Schlagzeilen

sich gegenseitig mit Versprechungen übertrumpfen und dass Probleme, die zu unpopulären Massnahmen zwingen könnten, unter den Tisch gekehrt werden.

Heute stehen die USA tatsächlich vor sehr grossen Problemen, welche die Führungsrolle dieses Landes in der Weltwirtschaft und den hohen Lebensstandard seiner Bevölkerung in Frage stellen.

### Starke Rezession mit Strukturproblemen

Die USA sind in den letzten sechs Monaten in eine starke Rezession geraten, die in einem Rückgang des Bruttosozialproduktes mündet und sich in einem rasanten Anstieg der Arbeitslosenzahlen widerspiegelt. **Diese Rezession ist nicht allein durch die Industriezyklen bedingt, sondern geht zum Teil auf strukturelle Schwierigkeiten zurück, die sich nicht im Rahmen des nächsten Wirtschaftsaufschwungs von selber korrigieren werden.**

## Die strukturellen Probleme der US-Wirtschaft sind enorm

Ein Problem ist zum Beispiel die **Autoindustrie**, die direkt und indirekt zu einem sehr grossen Anteil am Bruttosozialprodukt der USA beiträgt. Die amerikanischen Autoproduzenten haben seit Jahren an den Bedürfnissen der Konsumenten für kleinere Autos mit geringerem Benzinkonsum vorbeigearbeitet und waren in keiner Weise auf die Benzinpreiserhöhungen vorbereitet. Überdies haben sich diese Unternehmen **auf Grund ihrer Krankenversicherungs- und Pensionszusagen an ehemalige Arbeitnehmer Altlasten eingehandelt, die ihre Produkte gegenüber ausländischen Konkurrenten stark verteuern.** Dieser Sachverhalt kann letztlich wohl nur durch eine schmerzhaft und tief greifende Restrukturierung gelöst werden. Bei mindestens einem Autohersteller muss diese über ein Chapter 11 (Nachlassverfahren nach amerikanischem Recht) abgewickelt werden.

Ebenfalls strukturelle Probleme zeigen sich im Bau- und Immobilienbereich. **Dank der Blase am Hypothekarmarkt konnte die Bau- und Immobilienindustrie in den letzten fünf Jahren enorm expandieren und trug so überproportional zum Wirtschaftswachstum der USA bei.** Der Zusammenbruch des Hypothekarmarkts und der Umstand, dass Kredite in Zukunft nicht mehr in dieser fahrlässigen Weise abgegeben werden dürfen, werden zu einer Redimensionierung dieses Wirtschaftssektors führen, welche nicht vom nächsten Wirtschaftszyklus aufgeholt werden wird.

### Hohes Leistungsbilanzdefizit

Die USA werden dieses Jahr ein Leistungsbilanzdefizit in Höhe von rund USD 750 Mrd. aufweisen. Das heisst nichts anderes, als dass der Preis der Güter und Leistungen, welche die USA im Ausland beziehen, höher ist als die Exportleistung der USA. Dies zeigt schlicht, dass **die USA über ihre Verhältnisse leben** – volkswirtschaftlich betrachtet gibt das Land wesentlich mehr aus als es einnimmt. Ein Zustand, der nicht nachhaltig aufrechterhalten werden kann.

Zurzeit ist diese Misswirtschaft nur möglich, weil sie vom Ausland finanziert wird. **Jeden Arbeitstag müssen aus dem Ausland mehr als USD 3,5 Mrd. zurückfliessen**, in dem Ausländer amerikanische Obligationen kaufen, amerikanischen Unternehmen und Privatpersonen Kredite gewähren, Aktien kaufen oder Direktinvestitionen tätigen (**das hohe Exposure der UBS bezüglich amerikanischer Hypotheken und Studentendarlehen geht letztlich genau auf diesen Bedarf der USA zurück**).

Eine derartige Situation kann nicht über längere Frist andauern, da einerseits nicht beliebig hohe Investitionen in den USA erwartet werden können wenn andererseits das **Misstrauen gegenüber den USA als Schuldernation steigt.** Dieses Problem kann nur dadurch korrigiert werden, in dem die USA weniger konsumieren und mehr exportieren, was vor allem einen Rückgang des Privatkonsums bedingen würde. Dieser Weg führt aber zu Wohlstandseinbussen und ist nicht populär.



### Negative Sparquote der Konsumenten

Eine Ursache des Leistungsbilanzdefizits ist die Ausgabefreude der amerikanischen Konsumenten. Diese haben vor allem im Vertrauen auf steigende Hauspreise in den letzten drei Jahren konstant mehr ausgegeben als sie eingenommen haben. Dies hat zwar **ein starkes Wirtschaftswachstum ermöglicht, ist aber nicht nachhaltig**. Die Konsumenten müssen durch ihre Ersparnisse die Investitionen des Landes finanzieren, womit sie gleichzeitig auch ihre eigene Altersvorsorge sicherstellen. **Eine Rückkehr zu normalen Zuständen ist auch auf individueller Ebene nur durch Einsparungen möglich, was sich negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirken wird.**

### Misstrauen gegenüber den USA als Schuldernation steigt

#### Staatsdefizit

Die USA weisen seit Jahren ein sehr hohes Staatsdefizit aus. Einer der Gründe ist das starke Militärengagement im Ausland, das Amerika nicht länger finanzieren kann. Ein weiterer Grund sind die steigenden Ausgaben für alle möglichen Sozial- und Förderungsprogramme, die letztlich in ihrer Gesamtheit nicht mehr finanzierbar sind. Dazu gehören auch die **Stützungsaktionen im Versicherungs-, Banken- und Hypothekarbereich**, die zwar notwendig waren, um den Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern, aber **ein noch tieferes Loch in die Staatskasse gerissen haben**.

Barack Obama müsste als neuer Präsident diese für das Land zentralen Probleme anpacken. Wären die USA ein kleines Land ohne weltpolitische Bedeutung, so wäre es ihnen gar nicht möglich, ihr Leistungsbilanzdefizit und die Staatsausgaben durch Schulden zu finanzieren. **Der Internationale Währungsfonds würde ein strenges Spar- und Sanierungsprogramm vorschreiben**, das eine Kürzung der Staatsausgaben und eine Einschränkung des privaten Konsums zur Sanierung der Leistungsbilanz vorsehen würde. **Das gilt nicht für die USA!**

Leider ist anzunehmen, dass der neue Präsident die Probleme nicht mit der notwendigen Härte angehen wird, da dies seinen Wahlkampfversprechungen widersprechen würde.

Überdies wäre **eine plötzliche Zuwendung zur Bescheidenheit wohl geradezu "unamerikanisch"**.

### US-Dollar wird im nächsten Jahr an Wert verlieren

Daher müssen wir wohl damit rechnen, dass die USA versuchen werden, durch tiefe Zinsen über die heutige Krise hinwegzukommen und die Wirtschaft weiterhin mit einem Staatsdefizit anzukurbeln. Damit werden sie ihre strukturellen Probleme aber nicht lösen. **Dies bedeutet, dass die Qualität der USA als Anlageland beschränkt ist**. Ein Land, das seine Schwierigkeiten nicht löst, wird auch in Zukunft Probleme verursachen und **notgedrungen wird auch die Währung wieder an Wert verlieren**. Wir beschränken daher unsere Investitionen in den USA auf die dynamischen Sektoren der Wirtschaft.



## Achtung! Fiktive Gewinne

Zurzeit schauen alle Analysten und Anleger gebannt auf die Entwicklung der Gewinne. Jeder Quartals- oder Halbjahresausweis, der die Erwartungen des Publikums erfüllt, stärkt den Kurs der betreffenden Aktie. Schwache Gewinnausweise dagegen führen oft zu einem massiven Rückgang der Kurse.

**Wir verlassen uns dabei alle auf die Buchhaltungsregeln**, nach denen die Gewinne ermittelt werden und gehen davon aus, dass diese ein möglichst unverfälschtes Bild der wirtschaftlichen Situation eines Unternehmens darstellen. Sowohl IFRS wie US-GAAP folgen dem Ideal einer **"True and fair Value"**, d. h. einer korrekten und vollständigen Darstellung der Gewinne und Finanzverhältnisse. Leider zeigt sich bei näherer Betrachtung, dass diese Standards zum Teil nicht halten, was sie versprechen, bzw. **zur Darstellung von Gewinnen führen können, welche real nicht vorhanden sind**. Gesellschaften nützen die Möglichkeiten, welche diese Buchhaltungsstandards bieten in schlechten Zeiten sehr gerne aus. Auf diese Weise können sie auch dann Gewinne ausweisen, wenn sie bei realistischer Betrachtung kein Geld verdient haben. Die grossen "Luftblasen" finden wir dabei in folgenden Bereichen:

### Abwertung von Schulden

Einer der ältesten Buchhaltungsgrundsätze ist, dass die Schulden eines Unternehmens immer zum vollen Nominalbetrag ausgewiesen werden müssen, da dieser Betrag letztlich zurückbezahlt werden muss. **IFRS folgt dieser Logik nicht in allen Fällen. Wenn Schulden in Form von Obligationen oder anderen handelbaren Schuldverschreibungen gehandelt werden, kann das Unternehmen den Betrag der Schulden in der eigenen Bilanz reduzieren, sofern der Kurs der betreffenden Obligationen tiefer als der Ausgabekurs (unter Pari) liegt.** Genauso wenn Schuldverschreibungen auf Grund eines Zinsanstiegs oder eines Rückgangs der Schuldnerqualität sinken. Dies führt zum **grotesken Ergebnis**, dass ein Unternehmen, dessen Schuldnerqualität sinkt, seine

Schulden in der eigenen Bilanz abwerten kann und damit **„Gewinne“ macht**. Auch wenn dies absurd erscheint hat die **UBS im dritten Quartal** so rund **CHF 2 Mrd. Gewinn ausweisen können. Diesen Gewinn gibt es realistischerweise nicht**, da die UBS ihre Schulden selbstverständlich zu 100% zurückbezahlen muss. Unternehmen können die Schuldenabwertung dadurch beeinflussen, dass sie einen höheren Anteil ihrer Schulden als "handelbar" erklären und damit diese Regeln zur Anwendung bringen. Gerade heute unterliegen **viele Unternehmen der Versuchung, möglichst hohe Gewinne auszuweisen, um ihr Ergebnis optisch zu verbessern.**

### UBS weist weniger Schulden aus als sie bezahlen muss

#### Pensionskassenüberschüsse bei Unternehmen

Nach IFRS und US-GAAP müssen Unternehmen, deren Pensionskassen Defizite aufweisen, den entsprechenden Fehlbetrag als Schulden in ihrer Bilanz aufweisen, wenn sie eine rechtliche oder moralische Verpflichtung haben, das Defizit zu tragen. Andererseits können diese Unternehmen aber auch Überschüsse in den Pensionskassen als Aktivum ausweisen und einen Anstieg des Überschusses als Gewinn verbuchen.

Der Ausweis derartiger Aktiven ist meistens schon für sich allein betrachtet sehr problematisch, da die betroffenen Unternehmen kaum die Möglichkeit haben, diese Überschüsse tatsächlich für eigene Firmen und Zwecke zu verwenden oder die zukünftigen Pensionskassenbeiträge einfach um diese Überschüsse zu reduzieren. **Noch problematischer ist aber, dass das Defizit, resp. dem Überschuss nicht entsprechend dem versicherungsmathematisch erforderlichen Deckungskapital für die künftigen Renten berechnet** und den in der Pensionskasse tatsächlich



vorhandenen Mitteln gegenübergestellt wird. Überschuss und/oder Defizit werden vielmehr dadurch ermittelt, dass die in **Zukunft erwarteten Ansprüche den künftigen Erträgen des Pensionskassenvermögens gegenüber gestellt** werden. Bei dieser Methode wird die, durch die Art der Anlage beeinflusste, Vermögensrendite nur geschätzt. Die **historisch höchsten Renditen werden bei Aktien und Hedge-Funds Anlagen erwartet**. Der Anteil dieser Produkte ist dann am Grössten, wenn die Pensionskasse relativ hohe Risiken eingeht, um hohe Erträge zu erreichen (z.B. Kauf von Aktien anstatt Obligationen). Damit werden **im Endeffekt in der Bilanz des Unternehmens künftige und völlig unsichere Gewinne aktiviert**, die sich – wie die letzten zehn Jahre zeigen – nicht immer realisieren lassen. Auch in diesem Bereich stehen damit weder hinter den Gewinnen noch hinter den ausgewiesenen Aktiven echte Gegenwerte.

**Schuldnerqualität sinkt ,  
fiktive Gewinne steigen**

#### Steuer Guthaben

Es ist bei allen Buchhaltungsstandards üblich, dass Steuerforderungen (wie z. B. Verrechnungssteuer- oder Mehrwertsteuerguthaben) aktiviert werden können. In diesem Fall besteht eine echte quantifizierbare Forderung. IFRS und US-GAAP gehen über diese Aktivierung hinaus und ermöglichen es, die **zukünftigen**

**Gewinne mit Verlustvorträgen zu aktivieren**. Somit kann ein Unternehmen einen Teil des Verlustes in Form eines "Tax Asset" **aktivieren und damit begründen, dass es diese Verluste mit Gewinnen in den folgenden Jahren verrechnen kann und**

**Nicht vorhandene Gewinne aktivieren um die Bilanz zu beschönigen**

**deshalb in Zukunft Steuern spart**. Auch hier wird, um die Bilanz zu verschönern ein fiktives Aktivum ausgewiesen, das künftige Gewinne voraussetzt.

Die heutigen Buchhaltungsstandards weisen noch weitere Unstimmigkeiten auf, die von einer realistischen und vor allem vorsichtigen Betrachtung der Gewinnermittlung abweichen. Allein schon die oben dargestellten Beispiele zeigen, dass **die Qualität der ausgewiesenen Gewinne in jedem Fall genau analysiert werden muss**. Ein Unternehmen ist nicht gesund, wenn dessen Gewinne hauptsächlich aus der Aktivierung von Verlustvorträgen und der Abwertung eigener Schulden besteht. **Diese Gewinne reflektieren keine echte Unternehmensleistung, sondern sind letztlich reine Finanzeffekte**, die dem Aktionär keinen Mehrwert bringen. Das INVICO®-Analyseteam studiert deshalb die nach „neuen“ Standards aufgebauten Finanzberichte genau, um solche "Luftlöcher" aufzudecken.



## Ausländische Verwaltungsräte und Führungskräfte in schweizerischen Unternehmen

Viele kotierte Schweizer Gesellschaften beschäftigen in ihrem Verwaltungsrat und in der obersten Geschäftsleitung zahlreiche Ausländer. Bei grösseren Unternehmen bilden Ausländer sogar die Mehrzahl in diesen Gremien. Die Schweiz ist als traditionelles Einwanderungsland bekannt und wies schon immer einen relativ hohen Anteil an Führungskräften ausländischer Herkunft auf.

Sehr viele der heute in Führungspositionen beschäftigten Ausländer sind typischerweise aber keine echten Zuwanderer mehr. Sie verlegen ihren Lebensmittelpunkt nicht in die Schweiz, sondern sehen **die Beschäftigung hier nur als temporären Broterwerb**, um später wieder in ihre Heimatländer zurückzukehren.

Die Anzahl ausländischer Verwaltungsratsmitglieder und Führungskräfte bei schweizerischen Gesellschaften reflektiert den starken Auslandbezug vieler Gesell-

**Viele ausländische Führungskräfte sind keine echten Zuwanderer mehr**

schaften. Die ausländischen Mitglieder **bringen das für das Unternehmen notwendige Know-How über ausländische Märkte mit**. Diese starke Stellung von Ausländern in den Führungsgremien schweizerischer Unternehmen hat aber auch seine Kehrseiten.

In der jetzigen Krise zeigt sich, dass gerade Unternehmen, deren Führungsebenen **stark mit Ausländern besetzt sind, in der jüngsten Vergangenheit sehr grosse Risiken eingegangen sind. Was üblicherweise keine schweizerische Tugend ist. Das rächt sich heute.**

Die starke Abstützung auf ausländische Führungskräfte, die mit der Schweiz nur wenig verbunden sind und auch ihre langfristige persönliche Zukunft nicht in unserem Land sehen, ist mit verschiedenen Problemen verbunden. **Die betreffenden Personen sind nicht in die schweizerische Gesellschaft und Kultur einbezogen und unterliegen damit nicht der natürlichen Sozialkontrolle der hier lebenden Führungskräfte.** Die Schweiz ist für sie nur ein Ort, um Geld zu verdienen, nicht ein Land, in dem sie langfristig Verantwortung für das Unternehmen und die Mitarbeiter tragen müssen.

Dies führt oft zu einer sehr egoistischen Haltung bezüglich der persönlichen Entschädigung und auch zu erhöhter Risikobereitschaft, da die betreffende Führungskraft mit den von ihr verursachten Problemen nicht leben muss, sondern diese in der Schweiz zurücklässt, wenn sie heimkehrt.

Ein besonders stossendes Beispiel **fehlender Sozialkontrolle und Verantwortung** ist das Verhalten von **Herrn Marchionne als Verwaltungsrat der UBS**. Im Frühjahr hat Dr. P. Kurer in einer äusserst schwierigen Situation das Präsidium des Verwaltungsrates der UBS übernommen und mit diesem Schritt in Anbetracht der grossen Verantwortung und des Haftungspotentials eines Verwaltungsrates grossen Mut gezeigt. **Dr. P. Kurer** hat als Verwaltungsratspräsident seit diesem Zeitpunkt alles unternommen, **um die UBS zu retten**, wobei es ihm tatsächlich gelungen ist, sie finanziell zu stabilisieren.

In dieser **delikaten Situation weiss Herr Marchionne**, der innerhalb der UBS nie Verantwortung für das UBS Debakel übernommen hat, obschon er seit April 2007 als Verwaltungsrat Mitverantwortung trägt, nichts Besseres zu tun, als ihm **in den Rücken zu schiessen**. Was die Mitarbeiter der UBS oder die Schweizer denken, die von der UBS abhängig sind



und bei einem Zusammenbruch stark betroffen wären, ist Herr Marchionne gleich. Er muss sich ja in der Schweiz nicht zeigen und muss weder Schweizern zuhören noch Schweizer Zeitungen lesen.

Die Ausländer in Führungspositionen, die nicht in der Schweiz verwurzelt sind, legen häufig eine ausgesprochene **"Glücksritter"- bzw. "Söldner"-Mentalität** an den Tag. Sie sind dabei, solange es geht und versuchen rücksichtslos, ihre Bezüge zu maximieren und gehen dafür jegliche Risiken ein. Geht es schief, so verlieren ihre Arbeitgeber, die Arbeitnehmer, die Aktionäre, und die Schweiz. Geht alles gut, so verdient die betreffende Führungskraft massiv. Wenn abkassiert ist, verschwinden sie und müssen sich nicht dem "Abzocker"-Vorwurf stellen. Geht es daneben, so verlassen sie das Land ebenfalls und müssen sich der Kritik nicht mehr aussetzen.

Das neue Entschädigungsmodell der UBS gibt hier Gegensteuer, indem Boni gesperrt und gekürzt werden, wenn die nachfolgenden Jahre schlecht werden. Dieses Modell sollte Schule machen, da es Führungskräfte und Verwaltungsräte durch finanzielle Anreize zu einem verantwortungsvollen Verhalten zwingt.

### **UBS Entschädigungsmodell führt zu verantwortungsvollem Verhalten**

Oft handelt es sich bei den in der Schweiz beschäftigten Ausländern in Führungspositionen überhaupt nicht um die erste Garde von Managern in ihren Heimatländern. Viele kommen gerade in die Schweiz, weil sie zu Hause wegen fachlicher Probleme oder Charakterfehler nicht in der obersten Etage landen konnten.

Das grundlegende Problem liegt darin, dass sich Schweizer häufig von Ausländern blenden lassen. Wenn in einer Konzernleitung oder in einem Verwaltungsrat ein Amerikaner und sieben Schweizer anwesend sind, so wird automatisch englisch gesprochen.

Anstatt auf **den eigenen Positionen zu bestehen**, fühlen sich die Schweizer zu guter Letzt alle minderwertig, weil der Amerikaner wesentlich besser englisch spricht als sie.

**Blenderei und Söldnermentalität führen dazu, dass sich gewisse Schweizer Konzerne häufig zu extrem risikoreichen Strategien verführen lassen.** Das Exposure der UBS in qualitativ minderwertigen amerikanischen festverzinslichen Papieren zu investieren ist zu einem grossen Teil darauf zurückzuführen, dass eine relativ kleine Gruppe von Investment

### **Lassen sich die Schweizer blenden?**

Bankern **ohne zureichende Kontrolle durch das Risk Management und den Verwaltungsrat** auf der Basis mathematischer Modelle extrem risikoreiche Strategien umsetzte.

Ähnliche Phänomene gab es bei der **Zürich Versicherung** und im **Credit Suisse Investment Banking** in den Jahren 2001/2002. Auch bei der Swiss Re zeigen sich diese Symptome – die **Swiss Re hat ganz offensichtlich Strategien verfolgt, die wesentlich risikoreicher sind** als ihre Konkurrentin, die Münchner Rück.

In Zukunft müssen Aktionäre, aber auch Verwaltungsräte vermehrt darauf achten, dass Verwaltungsrats- und Konzernleitungsmitglieder keine Söldner- und Glücksrittermentalität entwickeln, sondern sich für die lokale Kultur interessieren. Ein wesentlicher Baustein liegt in der Rekrutierung qualitativ hochstehender Personen, die in ihrem Umfeld auch einer sozialen Kontrolle unterliegen. Ein zweites wesentliches Element ist die Strukturierung der Entschädigung. Diese muss so gestaltet werden, dass eine bloss kurzfristige Gewinnmaximierung nicht zu hohen Bezügen führen kann.



## Tiefe Zinsen und sinkende Energie- und Rohstoffpreise: Das Lebenselixier für die Wirtschaft

Zurzeit häufen sich schlechte Nachrichten aus Wirtschaft und Unternehmen: Steigende Arbeitslosigkeit, Rückgang des Bruttosozialprodukts, tiefere Unternehmensgewinne. Dies sind einige der Gründe warum **das Jahr 2008 eines der schlechtesten Börsenjahre** aller Zeiten geworden ist. Investieren heisst aber vorausblicken und die nächste Entwicklung antizipieren. Damit stellt sich natürlich unmittelbar die Frage, ob die heutige Krise wieder ein Ende findet und wann mit einer positiven Börsenentwicklung gerechnet werden kann.

Infolge der Wirtschaftskrise sind die Preise für Energie und Rohstoffe in den letzten zwei Monaten gesunken, da das Angebot die Nachfrage überstieg. Angeheizt wurde der scharfe Preisrückgang natürlich dadurch, dass sich die **Spekulanten aus dem Erdölmarkt zurückgezogen haben**. Der Preisrückgang, der sich gerade beim Erdöl sehr deutlich zeigt, hat dazu geführt, dass viele Hedge-Fonds, die auf steigende Ölpreise spekuliert haben, hohe Verluste erlitten.

Die schlechten Wirtschaftsverhältnisse haben aber auch dazu geführt, dass die Zinsen stark gesunken

**Weniger Ölspekulationen führen zu tieferen Preisen**

sind. Um die Wirtschaft anzukurbeln haben die Notenbanken in fast allen Ländern der Welt die kurzfristigen Zinsen massiv gesenkt. Diese liegen zum Teil klar unter den Inflationsraten, **so dass heute bei wirtschaftlicher Betrachtung ein Kredit kostenlos ist.**

Billige Energie- und Rohstoffpreise und tiefe Zinsen haben in der Vergangenheit immer zu einem starken Wirtschaftsaufschwung geführt. Diese Faktoren gehen wie „**warmer Regen**“ auf die Felder nieder und bringen die Wirtschaft wieder zum Blühen. **Unternehmen können dank tiefen Zinssätzen wieder investieren**, Konsumenten können grössere Ausgaben mit Krediten finanzieren und haben dank tieferen Energiepreisen mehr verfügbares Einkommen.

Diese positiven Faktoren wirken allerdings nicht sofort. Gerade die Konsumenten und Unternehmen, die Kredite benötigen, um wirtschaftlich wieder aktiv zu werden, erhalten heute unabhängig von der Höhe des Zinses gar **keine Kredite mehr, da ihre Schuldnerqualität zu schlecht ist**. Wenn ein Unternehmen

**Kreditzinsen unter der Inflationsrate machen Kredite kostenlos**

bereits heute hohe Schulden aufweist und die Erträge aufgrund der Rezession sinken, können die Zinsen noch so tief sein, das Unternehmen wird nie davon profitieren können, da keine Bank unter diesen Umständen Darlehen gewähren wird. Dieses Problem wird noch verstärkt, da die Banken aufgrund ihrer eigenen Bilanzprobleme in der Vergabe von neuen Krediten zurzeit äusserst zurückhaltend sind.

Der Stimulus tiefer Energiepreise und tiefer Zinsen kann daher erst wirken, wenn die Schäden beseitigt sind, welche durch die Exzesse der letzten Jahre entstanden sind. Da die Banken in den letzten Jahren am Meisten gesündigt und dabei den grössten Teil ihres Eigenkapitals verloren (verspielt?) haben, bedingt dies zunächst, dass sich **die Banken selbst rekapitalisieren müssen**, was zurzeit grösstenteils durch die Regierungen/ die Steuerzahler finanziert wird.





Bevor ein Aufschwung beginnen kann, müssen aber auch die Konsumenten und Unternehmen, die zu viel Schulden haben, ihre Verbindlichkeiten abbauen. Unternehmen und Konsumenten wählen dazu unterschiedliche Wege. Einige werden sich gesund sparen, andere können einen Teil ihrer **Schulden in Eigenkapital umwandeln oder erhalten von ihren Aktionären neues Eigenkapital**.

### Aufschwung an den Börsen in der zweiten Hälfte 2009

Eine Anzahl von Unternehmen kann sich aber nur durch Nachlass- oder Konkursverfahren von ihren Schulden befreien. Auch wenn dieser Vorgang, bei dem die Exzesse vergangener Jahre abgebaut werden für die betroffenen Personen sehr schmerzhaft ist, wird damit die Basis gelegt, auf der ein neuer Wirtschaftsaufschwung aufgebaut werden kann. Sind die "Altlasten" der letzten Hochkonjunktur einmal abgebaut, so können tiefe Zinsen und tiefe Energiepreise neues Wirtschaftswachstum erzeugen.

Die Erfahrungen aus früheren Konjunkturerinbrüchen zeigen, **dass tiefere Zinsen und ein Rückgang der Energiepreise erst nach 9 bis 12 Monaten wirken**. Dies heisst, dass wir mit einem Wirtschaftsaufschwung in der zweiten Hälfte 2009 rechnen können. Die Börse reagiert normalerweise auf einen derartigen Aufschwung etwa 6 Monate im Voraus, weshalb wir im ersten oder spätestens zweiten Quartal 2009 mit einer Erholung der Börse und dem Beginn eines Aufschwungs rechnen.

Diese Aussicht hat uns bewogen, die bei unseren Kunden noch vorhandenen Aktienpositionen durchzuhalten. Wir sind zwar noch nicht ganz an der **Talsole der Börsenbaisse** angelangt, aber wir sind nahe daran. In diesem Umfeld lohnt es sich, in Unternehmen zu investieren, die eine solide Konkurrenzposition in ihrer Industrie haben und vernünftige Bilanzrelationen aufweisen. Diese Unternehmen werden nicht nur überleben, sondern den **Aufschwung anführen** und von einer positiven Börsenentwicklung profitieren. Wir sehen derart solide Unternehmen vor allem in der Schweiz und Europa. Aufgrund der strukturellen Probleme der USA und dem durch das Leistungsbilanzdefizit geschwächten Dollar sehen wir dagegen in den **USA - mit einigen wenigen Ausnahmen - mehr Risiken als Chancen**.



# WIR BLÄTTERN IN UNSEREN ARCHIVEN – WIE WAR ES FRÜHER?

Regierungen kommen und gehen, wenig ändert sich. Wir haben in unseren Archiven gegraben und einen Beitrag in unserem Finanzbrief vom Juli 1995 gefunden welcher vor über 10 Jahren die Finanzprobleme von anno dazumal behandelte.

**Juli 1995**

## INVICO® ASSET MANAGEMENT FINANZBRIEF

### BLEIBT DER SCHWEIZERFRANKEN ANLAGEWÄHRUNG NR.1?

**D**er Schweizer Franken weist gegenüber anderen führenden Währungen seit Jahren eine steigende Tendenz auf. Ein Vergleich mit Dollar, Ecu, DM und Lira zeigt, dass der Schweizer Franken über längere Zeiträume als Anlagewährung immer die besten Resultate ergeben hat.

#### **Geringe Haushaltsdefizite/Bescheidene Staatsschulden:**

In den meisten Ländern gelingt es heute den Regierungen nicht, Einnahmen und Ausgaben im Gleichgewicht zu halten. Das Resultat: ein Budgetdefizit. Diese Budgetdefizite werden durch die Ausgabe von Obligationen, d.h. durch eine Erhöhung der Staatsverschuldung gedeckt. In den chronischen „Defizitländern“ erhöht sich die Staatsverschuldung mit geradezu atemberaubender Geschwindigkeit und erreichte anfangs 1995 in Deutschland beispielsweise bereits 1'000 Milliarden DM, was rund 60% des Bruttosozialproduktes entspricht.

Haushaltsdefizite und Staatsverschuldung drücken normalerweise nicht einmal die gesamte Wahrheit aus, da in staatlichen Unternehmen sowie in speziellen Fonds und Sozialversiche-

rungeinrichtungen häufig noch weitere Defizite und Schulden auflaufen. Die Schweiz wies dagegen während Jahren über eine relativ stabile Haushaltspolitik aus. Sie geriet erst in der Rezession 1990 in Haushaltsdefizite, wobei sich die Staatsverschuldung heute auf unter 40% des Bruttosozialproduktes beläuft. Die Schweiz weist damit von den Industrieländern die tiefste Staatsverschuldungsquote und auch das tiefste Budgetdefizit auf.

Das eigentliche Unglück einer hohen Staatsverschuldung liegt in der „negativen Spirale“ die ausgelöst wird. Eine hohe Staatsverschuldung führt zu hohen Zinsausgaben, was wiederum zu einem höheren Haushaltsdefizit führt; gewisse Staaten wie Schweden, Belgien und in vermindertem Masse auch Deutschland geraten damit in einen Teufelskreis von Verschuldung, Zinsen und hohen Budgetdefiziten. Aus chronischen Haushaltsdefiziten ergibt sich praktisch zwangsläufig ein dauernder Druck zu Steuererhöhungen. Exemplarisch sind dafür die Versuche gewisser deutscher Parteien, trotz bereits sehr hoher Besteuerung die Steuern für „Besserverdienende“ noch einmal zu erhöhen – und auch die Erbschaftssteuer massiv zu erhö-



hen, da eine Erbschaft für diese Politiker ohnehin ein „ungerechtfertigter und unverdienter“ Zugang ist; dass es sich bei geerbtem Geld letztlich um Geld handelt, das vom Erblasser erarbeitet und auch bereits einmal als Einkommen besteuert worden ist, wird dabei allerdings geflissentlich vergessen.

Höchst problematisch sind aber auch die langfristigen Auswirkungen einer hohen Staatsverschuldung; **Staatsverschuldung bedeutet letztlich nichts anderes als eine Umverteilung von Kosten auf zukünftige Generationen.** Aller

**„Staatsverschuldung führt zu Steuererhöhungen und Inflation“**

Erfahrung nach werden sich aber spätere Generationen schwer daran tun, den Check, den wir heute auf sie ziehen, tatsächlich einzulösen; damit bleibt nur noch der Weg, die Staatsverschuldung durch Inflation abzubauen. Damit muss eine hohe Staatsverschuldung letztendlich zu einer hohen Inflation mit einer entsprechenden Entwertung der Verschuldung führen.

Paradebeispiel für eine derartige Entwicklung sind gewisse südamerikanische Länder, die die hohe Inflation zum Abbau interner Schulden noch mit Umschuldungsabkommen zum Abbau der Fremdwährungsschulden verbinden. Da der Devisenmarkt derartige Bewegungen antizipiert, werden die Währungen von Schuldenländern unweigerlich bestraft.

**Politische Stabilität als Garant für eine stabile Währung:**

Die Regierungssysteme vieler Länder sind durch politische Kämpfe zwischen Opposition und Regierungspartei gekennzeichnet. Die Regierungswechsel, die sich aus diesen Kämpfen ergeben, haben zum Teil einschneidende Änderungen der Ausgabenpolitik zur Folge; derartige Änderungen wären beispielsweise bei einer rotgrünen

Koalition in Deutschland oder einer Labourregierung in England zu erwarten.

Das schweizerische Regierungssystem weist dagegen eine in Europa einzigartige Beständigkeit auf; in der Regierung sind die vier grossen Parteien vertreten, die praktisch das gesamte politische Spektrum von rechtsliberal bis sozialdemokratisch repräsentieren. Dies hat zur Folge, dass Beschlüsse der Regierung von allen beteiligten Parteien getragen werden und Lösungen ausgearbeitet werden, die stabil und im gesamten Parteispektrum mehrheitsfähig sind. Regierung und Parlament müssen auch immer damit rechnen, dass Gesetze und Verfassungsänderungen – und insbesondere auch Steuererhöhungen – in Volksabstimmungen scheitern. **Der Umstand, dass das Volk über Volksabstimmungen Steuererhöhungen ablehnen kann, führt auch dazu, dass kaum ein Wettbewerb zwischen Regierung und Opposition entsteht, bei dem auf Wahltermine hin Versprechungen gemacht werden, die nur über Steuererhöhungen finanzierbar sind.**

**Keine EU/EWR-Zwänge:**

Die Schweiz steht ausserhalb der EU, ausserhalb des EWR und ist konsequenterweise auch nicht Mitglied des europäischen Währungssystem (EWS/Währungsschlange). Dieses Abseitsstehen, das für die Schweizer Industrie gewisse Nachteile mit sich bringt, hat für die Stabilität der Schweizer Währung und die Haushaltsgestaltung positive Auswirkungen; die schweizerische Finanz-, Steuer- und Währungspolitik kann sich allein an den in der Verfassung festgehaltenen Zielen der Inflationsbekämpfung und der Währungsstabilität orientieren. Während Länder wie Deutschland letztlich immer unter dem Zwang stehen, schwache EU-Länder zu finanzieren, und in ihrer Währungspolitik auf schwache Währungen innerhalb der EU Rücksicht zu nehmen, ist die schweizerische Währungspolitik nicht mit derartigen Hypotheken belastet. Die



Schweizerische Nationalbank koordiniert ihr Vergehen zwar häufig mit der Bundesbank und anderen Zentralbanken, verfolgt letztlich aber immer das Ziel, durch einen relativ starken Schweizerfranken zu verhindern, dass die Inflation ansteigt und erreicht durch einen massvollen Anstieg des Schweizerfranken sogar eine inflationsdämpfende Wirkung über billigere Importpreise. Damit wirkt sich auch das Abseitsstehen

der Schweiz in den europäischen Organisationen für den Schweizerfranken als Anlagemedium positiv aus. **Dieser Überblick zeigt, dass die Stärke des Schweizerfrankens kein vorübergehendes Phänomen ist, sondern strukturell bedingt – eine langfristige Tendenz darstellt, die den Schweizerfranken zu einer geeigneten Anlagewährung macht.**

August 1998

## INVICO® ASSET MANAGEMENT FINANZBRIEF

### HEDGE-FUNDS

**H**äufig fragen uns Anleger nach Anlagen in Hedge-Funds, bzw. weshalb wir nicht in Hedge-Funds anlegen.

Der Name „Hedge-Funds“, der eigentlich auf einen Schutz vor Kurseinbrüchen hinweist, **ist in den meisten Fällen eine reine Mogelpackung.** Es handelt sich um Spekulationsvehikel. Der Name „Hedge“ rührt nur daher, dass sich mindestens ein Teil dieser Fonds wegen Investments in nichttraditionellen „Instrumenten“ (Rohstoffe, Devisen, etc.) häufig nicht parallel zum Aktienmarkt entwickelt.

#### **Spektakuläre Performance – Spektakuläre Einbrüche:**

Anleger hören immer wieder von der zum Teil spektakulären Performance gewisser Hedge-Funds und werden – wie durch andere hohe Renditeversprechungen – entsprechend angezogen. Liegt der Manager in einem Jahr richtig, so werden seine Gewinne jegliche Erträge, die mit normalen Anlagen erzielt werden können, bei weitem übersteigen.

Die Kehrseite der Medaille ist allerdings, dass Hedge-Funds in Jahren in denen der Markt nicht gemäss den Spekulationen des Fondsmanagers läuft, häufig sehr grosse Verluste erleiden. Hedge-Funds, die in Optionen investieren und falsch liegen, können in einem Jahr über 50% ihres Wertes verlieren.

#### **Hohe Kosten:**

Hedge-Funds sind meist mit sehr hohen Kosten belastet. Neben einem festen Prozentsatz am verwalteten Vermögen verlangen Hedge-Funds Manager normalerweise Gewinnanteile (von 10 bis über 20%), die die Performance belasten.

#### **Vorsicht bei Investments:**

**Die oben dargestellten Risiken und Kosten haben uns bewogen, für unsere Anleger nicht in Hedge-Funds zu investieren.** Sofern ein Anleger selber in derartige Fonds investieren will, empfehlen wir, die Kostenstruktur und die langfristige Performance – über mehr als einen Marktzyklus – zu verfolgen.



## INVICO® - Homepage - Schlagzeilen

Schlagzeilen von der Webseite [www.invico.ch](http://www.invico.ch) vermitteln einen interessanten Rückblick.

<b>17.06.2008</b>	NZZ Zitat: "SPD propagiert Frühpen- sion statt Arbeit"	<b>01.10.2008</b>	Schwache Rahmenbedingungen für Rohstoffe in nächster Zeit - "Analysten halten Preisrückgang bis 60 Dollar für möglich", NZZ.
<b>23.06.2008</b>	Für Nestlé sind langfristige Ziele wichtiger als Quartalsgewinne - eine Strategie die allen Industrien gut täte um ein nachhaltiges Wachstum zu erzielen?	<b>08.10.2008</b>	Marode Banken werden weltweit im grossen Stil von Regierungen geret- tet- Teilweise sogar verstaatlicht.
<b>30.06.2008</b>	Rekordhohe Inflation in der Eurozo- ne. Anstieg auf 4% im Juni.	<b>22.10.2008</b>	Unsicherheit im Euroland begünstigt Schweizer Franken – Zum ersten Mal seit 2003 ist der Euro unter CHF 1.50
<b>07.07.2008</b>	Arbeitslosigkeit in der Schweiz auf tiefstem Stand seit sechs Jahren - 2.3% .	<b>13.11.2008</b>	Die hohen Bondzinssätze bestätigen das stark fallende Vertrauen in den Finanzmarkt.
<b>08.07.2008</b>	Ungewissheit über die geopolitischen Entwicklungen verunsichern die Märkte - Schweizer Franken und Dol- lars werden davon profitieren - "Safe Heaven-Strategie".	<b>14.11.2008</b>	Wie von den INVICO® Analysten vorausgesagt stürzt das Britische Pfund von Tag zu Tag auf neue Tief- kurse. GBP/CHF Kurse: 1875 - 25.15 1931 - 23.35 1971 - 10.38 2008 - 1.75
<b>29.07.2008</b>	Rohstoff-Boom bereits am Ende? Ge- rüchten zufolge sollen gewisse Hedge Fonds bereits den Notausstieg su- chen...		
<b>25.09.2008</b>	Steuerzahler sollen US-Autoindustrie retten – Initiative zum Milliarden- Kreditpaket durch Repräsentanten- haus bereits genehmigt, der Senat wolle in Kürze folgen.		



Die INVICO®- Anlagestrategie für den Dezember 08:

**Sicherheitsstufe:** CHF, Dollar und EURO,  
(Übergewichten) Unternehmensobligationen von erstklassigen Gesellschaften  
oder Wandelanleihen (30%), Immobilienfonds (20 %), Geldmarkt (30 %),  
Immobilien-gesellschaften (20 %)

**Aufbaustufe:** Schweiz und Euroland übergewichten, USA als Diversifikation.

Aktien: Holcim, Novartis, Roche, Richmont, Zurich FS, Swatch, ABB, Deutsche Bank, Allianz, SAP P&G, XMTCH, EUROSTOXX (beides Indexfonds) Royal Dutch, Total, ENI, Synthes Inc., Dupont

**Wachstumsstufe:** Bucher, Synthes Inc., Huber & Suhner, Sonova, Komax, WMH, Tecan, QQQ, Fonds Südostasien (max. 5 %), Japan-Fonds (10 %) Spekulativ: Bosshard, Ascom, Jelmoli, Rosneft.

**Bemerkungen:** Die Wirtschaft wird sich weiter abschwächen. Wir erwarten erst für das zweite Halbjahr 2009 eine positive Wirtschaftsentwicklung. Wir bevorzugen die Schweiz und Euroland aus währungspolitischen Gründen; sehen die USA aber als erneutes Zugpferd und prüfen ebenfalls Anlagen in Emerging Markets

Dieser Finanzbrief enthält keine Investitionsaufforderung. Jegliche Haftung wird abgelehnt.



**Vertraulich**

- Ich lasse Ihnen mein Portfolio zukommen. Bitte analysieren Sie es anhand Ihres erfolgreichen INVICO®-Dreistufenmodells
- Bitte nehmen Sie mit mir Kontakt auf betreffend Ladies Asset Management®
- Ich interessiere mich für eine Trustlösung 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!**