

FINANZBRIEF

Dezember 2006

Der Schweizer Franken – schwache Kurse trotz starken Basisdaten



Der Schweizer Franken ist in den letzten sechs Monaten gegenüber dem Euro leicht zurückgegangen. Dieser Kursrückgang des Schweizer Frankens widerspricht auf den ersten Blick den fundamental starken Daten der schweizerischen Volkswirtschaft, die für eine starke Währung sprechen:

Positiver Saldo der Leistungsbilanz

Die Schweiz exportiert wesentlich mehr Güter und Dienstleistungen, als sie im Ausland kauft. Dies führt strukturell zu einer Nachfrage nach Schweizer Franken, was sich typischerweise in einem höheren Kurs des Schweizer Frankens niederschlagen sollte.

Hohes Wachstum mit tiefer Inflation

Die Schweiz weist ein grösseres Wirtschaftswachstum auf als die traditionellen europäischen Industriestaaten und hat dennoch eine wesentlich tiefere Inflation als diese Länder. **Diese Inflations- und**

Wachstumsdifferenz spricht damit fundamental ebenfalls für den Schweizer Franken, da die höhere Inflation in den USA und in der EURO-Zone zu einer langsamen Entwertung dieser Währungen führt.

Schwache Währungen werden durch hohe Zinsen gestützt

Der Grund, warum der Schweizer Franken trotz dieser positiven Faktoren in den letzten sechs Monaten schwach war, **liegt letztlich an der Zinnsituation. Aufgrund der tiefen Inflationsrate in der Schweiz sind auch die Zinsen entsprechend tief.** Dies macht die Schweiz als Anlageland für kurzfristige Geldströme wenig attraktiv. Diese Gelder fließen in Währungen, die höhere Zinsen offerieren,

Seite 1: Der Schweizer Franken
Seite 9: Wohin geht der Erdölpreis?

Seite 4: Private Equity
Seite 11: Anlagen in Rohstoffe?



wie EURO und US Dollar sowie die Währungen südamerikanischer und einiger asiatischer Länder. Diese Bewegung wird verstärkt durch Banken und vor allem auch Hedge Funds, welche die Zinsdifferenzen bewusst ausnutzen:

Sie verschulden sich in Schweizer Franken zu tiefen Zinsen und legen diese Mittel in EURO, dem US Dollar oder dem australischen Dollar und zum Teil auch in Währungen von Schwellenländern an, die höhere Zinsen offerieren.

Gerade Hedge Funds, die keinerlei Aufsicht oder Beschränkungen bezüglich ihrer spekulativen Tätigkeit unterstehen, tätigen diese Transaktionen mit sehr hohen Summen, die sie mit wenig Eigenkapital unterlegen. Diese Transaktionen, die im Allgemeinen als "**Carry-Trades**" bezeichnet werden, **können äusserst profitabel** sein, solange die Zinsdifferenz bestehen bleibt und sich die Währungskurse nicht zu Ungunsten des Investors verschieben. Dieser verliert sowohl die Zinsdifferenz wie auch einen Teil des eingesetzten Kapitals, wenn der Kurs des Schweizer Frankens, in dem er sich verschuldet hat, plötzlich ansteigt und konsequenterweise die Kurse der Währungen fallen, in denen er anlegt. Da sich die Währungskurse sehr rasch ändern können, sind **Carry-Trades hoch spekulative Anlagen**, die in massiven Verlusten enden können, was bisher auch schon zu hohen Verlusten bzw. sogar zum Zusammenbruch verschiedener Hedge Funds geführt hat.

Carry-Trades sind deshalb gefährlich, weil **diese Spekulation immer gegen die fundamentalen Faktoren ausgerichtet ist**, welche die Währungen bewegen. Hohe Inflationsraten, die zu hohen Zinsen führen, sprechen für eine strukturell schwache Währung, während tiefe Inflationsraten und entsprechend tiefe Zinsen auf eine starke Währung hinweisen. Der Carry-Trade Spekulant hofft, dass sich die Währungskurse während der Laufzeit seiner Anlage nicht im Sinne dieser volkswirtschaftlichen Faktoren verschieben, sondern stabil bleiben, weil noch viele andere Spekulanten die gleiche Transaktion machen und damit die fundamental schwache Währung stützen und die ökonomisch starke Währung schwächen.

Diese Rechnung der Carry-Trade Spekulanten geht meistens auf, da die hohen Zinsen von strukturell schwachen Währungen viel Kapital anziehen und damit zur kurzfristigen Stabilität dieser Währungen bzw. zum Teil auch zum Anstieg der Währungskurse führen. Langfristig können Carry-Trades allerdings nicht zu Gewinnen führen, da sich die fundamentalen Faktoren, die für die Stärke einer Währung sprechen, nämlich tiefe Inflation und positive Leistungsbilanz immer durchsetzen; sobald das Wirtschaftswachstum eines strukturell schwachen Landes zurückgeht und damit die Zinsen fallen oder die Notenbank signalisiert, dass sie das Leistungsbilanzdefizit durch tiefere Wechselkurse bekämpfen will, fallen die betroffenen Währungen massiv und die Carry-Trade Spekulanten verlie-



ren Geld. Kürzlich warnte die Schweizerische Nationalbank vor solchen Spekulationen!

**Carry-Trades: Schulden in CHF
zur Anlage in USD**

Damit ähneln die Carry-Trades einem Tanz auf dem Vulkan – alle Teilnehmer wissen, dass die Währungen, in denen sie profitabel anlegen, irgendwann gegenüber dem Schweizer Franken, in dem sie sich verschulden, zurückgehen werden und dass diejenigen Spekulanten, die in diesem Zeitpunkt noch Carry-Trade Verpflichtungen haben, hohe Verluste erleiden. **So hoffen alle, dass sie vor diesem Zeitpunkt ihre Carry-Trades auflösen werden und vorher hohe Gewinne einstreichen können.** Die Hoffnung der Carry-Trade Spekulanten, dass sie vor einem Anstieg des Schweizer Francs ihre Carry-Trades auflösen können, ist allerdings trügerisch: Die ersten Signale eines Kursanstiegs führen zu einer **Kettenreaktion, welche sehr schnell Wechselkursveränderungen bewirken**, so dass ein Ausstieg zu guten Kursen gar nicht möglich ist. Jeder Carry-Trade, der aufgelöst wird, löst selber wieder eine Nachfrage nach Schweizer Franken aus, was zu höheren Kursen führt, so dass die Verluste sofort wachsen.

Der Schweizer Franken ist nicht die ein-

zige Währung, die von Zinsdifferenzen und Carry-Trades beeinflusst wird: Weit grössere Transaktionen finden zurzeit in japanischen **Yen statt: Japan ist ebenfalls ein Land, das fundamental starke Währungsdaten aufweist**, d. h. eine positive Leistungsbilanz und tiefe Inflation, gleichzeitig aber noch tiefere Zinsen hat als die Schweiz. Daher existieren riesige Volumen von Carry-Trades, bei denen sich Hedge Funds in japanischen Yen verschulden und in US Dollar sowie EURO anlegen. Auch in diesem Bereich gelten die gleichen Mechanismen wie bei den Schweizer Carry-Trades: Alle Spekulanten hoffen, dass sie ihre Positionen schnell genug auflösen können, sobald sich die Währungskurse zu bewegen beginnen.

**Fundamentale Faktoren setzen
sich immer durch**

Die oben dargestellten Überlegungen zeigen letztlich, dass **eine Währung wie der Schweizer Franken oder der Yen kurzfristig von der Zinssituation stärker beeinflusst wird als von den Fundamentaldaten**, d. h. von der Leistungsbilanz und von den Inflationsraten. Zinsdifferenzen und Carry-Trades führen aber nur zu einem zeitlichen Aufschub der unvermeidlichen Anpassung der Währungskurse an die volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten. Sie können dazu führen, dass eine Währung wie der US Dollar trotz grossem Leistungsbilanzdefizit



und relativ hoher Inflationsrate gegenüber dem Schweizer Franken während einer gewissen Zeit stabil bleibt oder sogar ansteigt. Diese Wirtschaftsdaten können aber die notwendige Anpassung letztlich nicht verhindern.

Für nicht spekulativ orientierte Anleger heisst das, dass sie sich nicht davon täuschen lassen sollten, wenn eine Währung wie der US Dollar und zu einem geringeren Mass auch der EURO wegen hoher Zinsen gegenüber dem Schweizer Franken stabil bleibt oder sogar ansteigt. Diese Bewegungen werden jedoch in einem Horizont von 12 bis 36 Monaten korrigiert, weil die fundamentalen Daten, d. h. Inflation und Leistungssituation sich letztlich durchsetzen werden: **Die Bewegung, welche durch die schnelle Auflösung der Carry-Trades eintritt, kann sehr rasch sein und bei einem Anleger,**

den dies unvorbereitet trifft, zu hohen Verlusten führen.

Aufgrund dieser Mechanismen beurteilt das INVICO[®] Analyse-Team Währungen immer nach den Fundamentaldaten, d. h. nach Leistungsbilanzsituation und Inflation. Wir konzentrieren uns langfristig auf Anlagen in Ländern, die in diesem Bereich positive Wirtschaftsdaten vorweisen können.

Dies führt dazu, dass wir zurzeit Anlagen in Dollars vermeiden und zwischen EURO und Schweizer Franken eine Balance behalten, wobei wir bei Anlegern mit Referenzwährung Schweizer Franken primär in dieser Währung anlegen, um Währungsverluste zu vermeiden.

Private Equity – Heuschrecken oder Marktbelebung?

In den letzten zwölf Monaten ist es immer wieder zu Transaktionen gekommen, bei denen Private Equity Fonds wie Blackstone, Apax, CVC oder Apollo kotierte Unternehmen in öffentlichen Übernahmen erwarben. Die Ziele dieser Käufer sind rein finanzieller Natur; sie wollen das Unternehmen restrukturieren und dann weiter verkaufen, bzw. wieder zu einem wesentlich höheren Preis an die Börse bringen. Da bei diesem Vorgehen nicht nur alte Strukturen aufgebrochen werden, sondern

häufig auch Arbeitsplätze abgebaut und Unternehmen aufgeteilt werden, hat sich gerade in der Politik ein Abwehrreflex gegen Private Equity Unternehmen entwickelt, was in der üblen Bezeichnung als „**Heuschrecke**“ gipfelte. Die NZZ vom 11. November spricht sogar von „**barbarischen Raubrittern**“.

Das Wort „Heuschrecke“ tauchte im Frühjahr letzten Jahres auf der politischen Bühne auf. Der damalige SPD-Chef und



heutige Vizekanzler Deutschlands, Franz Müntefering, liess eine so genannte Heuschreckenliste von internationalen Private Equity Firmen erstellen, denen er vorwarf, Firmen aufzukaufen und gewinnbringend wieder abzustossen: Es sollte ein Bild der Weltwirtschaft als abgenagte, von Schwärmen riesiger Insekten verwüstete Landschaft suggeriert werden: Die biblische Plage.

Restrukturierungen und Kapitaloptimierung

Doch ehrlich, was machen Private Equity Unternehmen nach einer Übernahme aber konkret um einen Mehrwert zu realisieren?

Letztlich nützen sie konsequent die Vorteile nicht kotierter Gesellschaften zur Wertsteigerung aus. Erfahrungsgemäss kommen dabei vor allem folgende Massnahmen zur Anwendung:

Konsequente Umstrukturierung

Während kotierte Gesellschaften häufig wegen des Drucks der Öffentlichkeit und der Medien vor harten Restrukturierungsmassnahmen zurückschrecken oder diese nur über eine längere Zeitspanne umsetzen, haben Private Equity finanzierte Unternehmen keine derartigen Hemmnisse. **Sie können unbelastet von einer Medi-**

enshelte restrukturieren und schrecken dabei auch nicht vor grösseren Entlassungen und dem Aufbrechen traditioneller Strukturen und Unternehmen zurück.

Optimierung der Kapitalstruktur

Die meisten kotierten Unternehmen weisen eine „gesunde“ Kapitalstruktur mit einem relativ hohen Eigenkapitalanteil auf. Eine derartige Kapitalstruktur entspricht unternehmerischer Vorsicht, damit das Unternehmen auch einen Wirtschaftsabschwung überleben kann und nicht von Fremdkapitalzinsen erdrückt wird. Die Konsequenz einer solch soliden Bilanzstruktur ist allerdings, dass die Eigenkapitalrendite auch bei hohen Erträgen gering bleibt und die Kapitalkosten wegen der hohen Kosten des Eigenkapitals hoch sind.

Private Equity Investoren gehen völlig anders vor: Sie finanzieren den Kauf mit sehr viel Fremdkapital, so dass das gekaufte Unternehmen nachher in konsolidierter Betrachtung nur noch über einen sehr kleinen Eigenkapitalanteil verfügt. Damit sinken die Kapitalkosten und die für den Investor wesentliche Eigenkapitalrendite steigt massiv an. Sofern das Unternehmen seine Erträge halten kann, führt allein diese neue Kapitalstruktur mit entsprechend hoher Hebelwirkung (Leverage) zu einer starken Wertsteigerung für den Private Equity Investor.

Grosse finanzielle Anreize für das Management

Bei kotierten Gesellschaften sind den finanziellen Anreizen für das Management durch die Erwartungen von Publikum und Aktionären enge Grenzen gesetzt. Dies hat zur Folge, dass die erfolgsbezogenen Komponenten der Entlohnung bei den meisten kotierten Gesellschaften relativ gering bleiben.

Konsequente Ausrichtung des Managements auf Erfolg

Wo hohe Löhne bezahlt werden, sind diese – zum Ärger der Aktionäre – meist vom Erfolg unabhängig, d. h. die betreffenden Manager und Verwaltungsräte bedienen sich gegenseitig, ohne dass die Höhe der Entlohnung tatsächlich einen Zusammenhang mit dem Wertzuwachs der Aktienkurse hat. Bei kotierten Unternehmen führen Misserfolge meist auch nicht zu personellen Konsequenzen auf oberster Führungsebene; Verwaltungsrat und Konzernleitung haben häufig auch bei grösseren Misserfolgen ein erstaunliches Beharrungsvermögen und zu einem Wechsel an der Spitze kommt es meist zu spät.

In diesem Punkt gehen Private Equity Investoren wesentlich anders vor und zwar radikal. **Das Management wird konse-**

quent auf Erfolg und Wertsteigerung ausgerichtet und relativ schnell ausgewechselt, wenn die entsprechenden Erfolge nicht eintreten.

Andererseits erhält das Management einen Anteil an der Wertsteigerung des Unternehmens, indem es sich zu günstigen Bedingungen beteiligen kann – oft kann es so bis zu 10% des Unternehmens erwerben. Da sich das Management dazu meist kräftig verschulden muss, hat es für einen besonders **starken finanziellen Anreiz für den Erfolg des Unternehmens zu sorgen, was normalerweise entsprechende Früchte trägt.**

Mit diesem Vorgehen erzielen Private Equity Investoren häufig sehr hohe Mehrwerte mit den gekauften Unternehmen. Ein Teil des Mehrwertes fließt natürlich bereits bei der Übernahme den bisherigen Aktionären zu, da sie typischerweise bei einem öffentlichen Übernahmeangebot einen Preis erhalten, der über dem bisherigen Börsenkurs liegt. Dementsprechend wehren sich Aktionäre auch nie gegen Übernahmen von Private Equity Unternehmen, sondern setzen im Gegenteil einen Verwaltungsrat, der sich gegen eine Übernahme sträubt, massiv unter

Es gibt keine "treuen" Aktionäre

Druck. Ein Verwaltungsrat einer kotierten Gesellschaft sollte sich nicht der Illusion hingeben (auch in der Schweiz),

dass er „treue“ Aktionäre hat, die ihn bei einem Übernahmever such unterstützen. Typischerweise reagieren Aktionäre sofort auf höhere Preise und haben auch bei Traditionsunternehmen keinerlei Interesse, die Unabhängigkeit des Unternehmens zu sichern.

Die Gefahr einer Übernahme durch Private Equity Investoren löst bei vielen Unternehmen allerdings auch positive Impulse aus. Verwaltungsrat und Management werden sich bewusst, dass sie sich gegen Übernahmen nur wehren können, wenn sie selber die entsprechenden Wertsteigerungsmaßnahmen einleiten – gelingt es ihnen aus eigener Kraft für die Aktionäre mehr aus dem Unternehmen herauszuholen, so wird das Wertsteigerungspotential, das ein Private Equity Unternehmen hat, entsprechend kleiner und das Unternehmen wird weniger angegriffen. **Diese Überlegungen zwingen kotierte Unternehmen, die Massnahmen selbst umzusetzen, die ein Private Equity Investor zur Wertsteigerung umsetzen würde.** Auf Antrieb sehen wir vor allem folgende drei Fokuspunkte:

Restrukturierung und Kostenkontrolle

Verwaltungsrat und Management müssen selber die notwendigen Schritte unternehmen, um ein Unternehmen wettbewerbsfähig zu halten und seine Kosten zu senken. Dabei **dürfen sie auch vor althergebrachten Strukturen und „heiligen Kühen“ des Unternehmens nicht zurückschrecken** und gegebenenfalls auch unpopuläre Massnahmen durchsetzen. Gera-

de darin zeigt sich die Führungsstärke des Managements (Problemen aus dem Weg zu gehen und die „harten“ Aufgaben nicht anzufassen, mag kurzfristig die Popularität steigern und das Leben erleichtern, langfristig ist dies aber Gift für ein Unternehmen).

Kapitalrückführung zu Gunsten der Aktionäre

Ein hohes Eigenkapital gibt dem Management Sicherheit, führt aber zu einer tiefen Eigenkapitalrendite für die Aktionäre. Unternehmen sollten deshalb ihr Eigenkapital durch Ausschüttungen, Nennwertreduktionen und den Rückkauf von Aktien

Unternehmen müssen selber ihren Wert steigern

auf das notwendige Mass zurückführen, d. h. die Mittel, die sie nicht benötigen, an die Aktionäre ausschütten. **Ein Management, das auf hohen Barbeständen sitzt und eine „Kriegskasse“ führt oder das Geld so rasch wie möglich für unsichere Akquisitionen ausgibt, stellt sich gegen die Aktionäre und wird von der Börse mit tiefen Kursen bestraft, was es für Übernahmen interessant macht.**

Richtige Salärstrukturen

Publikumsgesellschaften müssen von den hohen Salären für das Management wegkommen. **Es stört die Aktionäre massiv,**



wenn Verwaltungsrat und Management unabhängig von Kurs- und Gewinnentwicklung hohe Saläre beziehen. Wird das Management dagegen für hohe Unternehmensgewinne und Kurssteigerungen belohnt, so ist dies mindestens für die professionellen Anleger kein Problem, sondern der notwendige Preis, um unternehmerische Spitzenleistung zu erzielen. In diesem Sinne müssen die Entschädigungen des Managements auch bei kotierten Gesellschaften in einer transparenten Weise erfolgsorientiert sein. Verwaltungsrat und Management sollen bei hohen Gewinn- und guten Kurssteigerungen viel verdienen, müssen folglich in schlechten Jahren auch scharfe Einkommensreduktionen in Kauf nehmen. Wenn dieses Gleichgewicht von Erfolg und Salär besteht, sind die Interessen von Aktionären und Management parallel; **dann bietet das Entlohnungssystem tatsächlich auch einen Anreiz für Höchstleistungen.**

Wenn kotierte Unternehmen im Sinne dieser Massnahmen die Lehren aus den Private Equity Übernahmen ziehen, können sie selbst für ihre eigenen Aktionäre die Wertsteigerungen erzielen, die Private

Equity Investoren nach der Übernahme erreichen. Häufig fehlt es bei Verwaltungsrat und Management leider am Willen und Antrieb sich aus der heutigen bequemen Lage zu begeben und diese Massnahmen zu ergreifen. **Der Prozess muss daher manchmal durch aktive Aktionäre gefördert werden,** die derartige Massnahmen vom Management fordern. Es braucht

**Saläre müssen
erfolgsorientiert sein**

etwas Mut in Gesprächen mit den Gesellschaftsorganen und auch in der Generalversammlung derartige Massnahmen zu verlangen, um Resultate zu erzielen. Aktive Aktionäre können in diesem Sinne zur direkten Wertsteigerung „ihrer“ Unternehmen beitragen und damit eine „Heuschreckenplage“ verhindern.



Wohin geht der Erdölpreis? - höherer Verbrauch und neue Funde

Der Verbrauch von Erdöl und Erdölprodukten steigt weltweit jährlich ungefähr parallel zum Wachstum der Weltwirtschaft. Alle Bemühungen zu Einsparungen haben bisher höchstens zu einer Verflachung des Wachstums, aber noch nie zu einem Rückgang des Verbrauchs geführt. Aufgrund der stürmischen Entwicklung von China und Indien ist auch nicht anzunehmen, dass das Wachstum zurückgehen könnte. Würden Chinesen und Inder in gleicher Weise "motorisiert" wie die Amerikaner, so würde sich die weltweite Erdölnachfrage relativ rasch verdreifachen. Auch wenn es vermutlich nie zu einer derart starken Motorisierung dieser Länder kommen wird, zeigt dieser Vergleich doch das massive Wachstums- und Nachfragepotenzial.

**Bei hohen Preisen können neue
Erdölfelder erschlossen werden**

Die Erdölproduktion blieb in den letzten zehn Jahren relativ stabil, da tiefe Preise die Erschliessung neuer Erdölfelder uninteressant machten. In Ländern, in denen Erdöl schon lange ausgebeutet wird, wie z. B. USA, führt der stetige Abbau natürlich zu einem Rückgang der vorhandenen Erdölreserven. Damit die USA von den politisch oft sehr instabilen Erdöllieferan-

ten im Nahen Osten und in Südamerika nicht vollständig abhängig werden, ist es äusserst wichtig, in den USA neue Erdölfelder zu erschliessen. Interessant ist, dass sich dabei **immer wieder neue Quellen finden lassen, wenn Erdölunternehmen bereit sind, auch in Gebieten zu suchen, in denen die Förderung schwierig und teuer ist.** Die Erschliessung derartiger Felder ist natürlich nur interessant, wenn die Preise für Erdöl hoch sind, weshalb zurzeit auch wieder intensiv Erdöl gesucht und gefunden wird:

Erdölfund im Golf von Mexiko

Ein Konsortium unter Führung von Chevron ist im Golf von Mexiko in enormer Tiefe (9000m u. d. M.) auf grosse Ölreserven gestossen: In einem Gebiet von rund 77 Quadratkilometern liegen zwischen 3 und 15 Milliarden Barrel Öl und Erdgas. Dieser Erdölfund soll nicht zur Euphorie führen, da noch unklar ist, wie viel Erdöl tatsächlich gefördert werden kann; er bestätigt, dass bei hohen Preisen neue Quellen erschlossen und gefördert werden können.

Erdölförderung in Sachalin

In den Gewässern vor der russischen Insel Sachalin wurden in letzter Zeit ebenfalls grosse Vorkommen an Erdöl gefunden, um deren Förderung sich zurzeit russische und westliche Erdölfirmen streiten.



Auch bei diesem Fund, der wahrscheinlich dieselbe Grösse hat wie das Erdölfeld im Golf von Mexiko, handelt es sich um eine äusserst teure Bohrstelle, da das Erdöl aus grosser Tiefe im eisigen Meer gefördert werden muss.

**Der Erdölpreis wird zwischen
55 und 65 USD pendeln**

Diese Beispiele bedeuten im **weltwirtschaftlichen Rahmen, dass letztendlich auch eine steigende Nachfrage nach Erdöl befriedigt werden kann, dass aber die Preise steigen müssen.** Da der Erdölmarkt wie alle Rohstoffmärkte zyklisch ist und Investitionen erst getätigt werden, wenn die Preise schon stark gestiegen sind, gab es in diesem Jahr einen Preis-Höhepunkt von rund USD 70/Barrel, bevor das Angebot stieg. Die neuen Vorkommen und die wieder begonnene Produktion aus bekannten Erdölfeldern führten zu einem Preisrückgang des Erdöls, den wir in den letzten Monaten bereits deutlich gespürt haben. Das INVICO[®] Analyse-Team geht allerdings davon aus, dass die Erdölpreise nicht auf die früheren Tiefstände um USD 30/Barrel zurückgehen werden, da die Spitzennachfrage nur noch durch sehr teure Felder befriedigt werden kann. Wir gehen davon aus, dass sich der Erdölpreis bei ca. USD 55 bis 65 USD pro Barrel einpendelt und **nur im Falle einer weltweiten Rezession wesentlich unter die-**

se Preise fällt. Entsprechend dem kontinuierlichen Wachstum der Weltwirtschaft und der Nachfrage nach Energie werden die Erdölpreise mittel- bis langfristig mindestens im Rahmen der Inflation ansteigen, wobei es in Verknappungszeiten auch wieder zu zyklischen Hochs und bei Rezessionen zu Tiefpreisen kommen kann.

Was heisst dies für die konkrete Anlagestrategie:

Erdölfirmen

Die **Erdölfirmen** bleiben im Umfeld tendenziell steigender Nachfrage und Preise **eine interessante Anlage.** Wir favorisieren dabei Gesellschaften, die nicht in den USA domiziliert sind, da amerikanische Firmen aufgrund der Aussenpolitik der USA in den Erdöl-Fördergebieten immer wieder in Schwierigkeiten geraten. Interessant ist aus unserer Sicht vor allem die TOTAL S.A., weil es diese in Frankreich beheimatete Gesellschaft geschafft hat, sich durch eine geschickte Politik Förderrechte in interessanten Ländern zu sichern.

Erdölindustriezulieferer

Die hohen Preise des Erdöls fördern Investitionen, was für Förderunternehmen und ihre Zulieferer sehr attraktiv ist. Interessant sind in diesem Sinne Schlumberger, Halliburton oder in der Schweiz Burckhardt Compression und C.A.T.oil AG.



Anlagen in Rohstoffe?

Die Preise für Rohstoffe d.h. Metalle, Erdöl, Erdgas aber auch Landwirtschaftsprodukte sind **in den letzten zwei Jahren zum Teil stark gestiegen**. Dieser Verteuerung folgte einer langen Zeit der Stagnation, während mindestens zehn Jahren blieben die Preise für Rohstoffe stabil oder gingen sogar leicht zurück.

Der Anstieg der Rohstoffpreise ist darauf zurückzuführen, dass zurzeit nicht nur die Weltwirtschaft wächst, sondern **China und Indien sich in einer ökonomischen Aufbauphase befinden, in der eine Volkswirtschaft besonders viele Rohstoffe benötigt**. In diesen Ländern wird einerseits sehr viel Metall für den Aufbau der Infrastruktur benötigt, während andererseits auch die Essgewohnheiten grosser Bevölkerungsschichten ändern, so dass die Nachfrage nach Agrarprodukten steigt.

Der wachsenden Nachfrage stand in den letzten Jahren mindestens im Bereich Metalle und Energieträger ein stagnierendes Angebot gegenüber. Die Erschliessung neuer Rohstoffvorkommen ist sehr teuer und eine langfristige Angelegenheit. **Der Aufbau einer neuen Mine oder die Erschliessung eines Ölfelds erfordert nicht nur Investitionen in Milliardenhöhe, sondern auch mehrere Jahre Zeit**. Auch die Ausdehnung der Anbauflächen für eine grössere Produktion von

Landwirtschaftsprodukten wie Weizen oder Baumwolle kann erst in ein bis zwei Jahren realisiert werden.

Da die Steigerung des Angebotes der Nachfrage zeitlich immer nachhinkt, sind Rohstoffmärkte sehr stark zyklisch: **Wenn die Preise steigen, werden die Kapazitäten nach Möglichkeit vergrössert**: Es werden neue Minen und Erdölfelder erschlossen sowie Anbauflächen für Agrarprodukte ausgedehnt. Wenn dieses Angebot auf den Markt trifft, so übersteigt es mindestens kurzfristig die Nachfrage, was zu einem Rückgang der Preise führt. Die gesunkenen Preise haben ihrerseits wiederum die Konsequenz, dass die Investitionen in neue Projekte zurückgehen und das Angebot deshalb stabil bleibt. In dieser Situation nimmt die Nachfrage langsam zu und übersteigt irgendwann auch wieder das Angebot, was

Rohstoffpreise sind zyklisch

dann einen neuen Zyklus bzw. neue Preisanstiege und Investitionen auslöst. Anleger, die sich mit Rohstoffen auseinandersetzen, kennen **diese Zyklen** und wissen, dass **Preisanstiege nicht linear verlaufen, sondern zyklisch sind (sog. Schweinemästerzyklus)**. Auf jeden Anstieg folgt wieder ein Rückschlag. Den-



noch können Investitionen in Rohstoffe interessant sein, wenn der Anleger richtig im Zyklus liegt und vom Anstieg profitieren kann.

Es gibt verschiedene Möglichkeiten, in Rohstoffe zu investieren:

Termingeschäfte

Die direkteste Art, in Rohstoffe zu investieren, ist der Kauf von Rohstoffen auf Termin. Der Anleger kauft an einer Rohstoffterminbörse einen Kontrakt auf Lieferung z. B. einiger Tonnen Weizen im nächsten Jahr und spekuliert darauf, dass er bei einem entsprechenden Preisanstieg diesen Kontrakt wieder teurer verkaufen kann. Bei dieser Art der Spekulation muss darauf geachtet werden, dass jeder Terminkontrakt ein Verfalldatum aufweist (wenige Tage bis mehrere Jahre). Zu diesem Zeitpunkt muss der Spekulant den Kontrakt entweder mit einem Gewinn oder einem Verlust verkauft (glattgestellt) haben oder die Lieferung z. B. des Weizens in Kauf nehmen. Dies geschieht allerdings nur in etwa 3% der Fälle, da der Anleger im Normalfall keine Lieferung der Ware wünscht, sondern lediglich an der Preisdifferenz verdienen will. Im umgekehrten Fall kann der Spekulant einen Terminkontrakt z. B. in Kaffee auf Termin leer verkaufen (shorten) in der Annahme, dass die Kaffeepreise fallen werden. In diesem Fall gilt ebenfalls der Termindruck, denn bei Terminverfall muss der Kontrakt entweder zurückgekauft (gedeckt) sein oder der Investor muss den Kaffee liefern. Diese Fakten

stellen jedoch im täglichen Terminhandel keinerlei Probleme dar, weil die involvierten Brokerhäuser bzw. Banken ihre Kunden in jedem Fall rechtzeitig auf bevorstehende Lieferungen aufmerksam machen.

**Hedge Funds:
Hohe Kosten und Risiken**

Allerdings: Beim **Terminhandel** handelt es sich um eine Anlage **mit einer sehr hohen Hebelwirkung, einer hohen Liquidität und ausserordentlich schnellen Kursbewegungen**. Das bedeutet in der Regel, dass man als durchschnittlicher Anleger oder Spekulant praktisch ständig ein Auge auf den Notierungen der Terminbörse haben sollte. Weiterhin ist der Anleger bei gegenläufigen Preisbewegungen immer nachschusspflichtig, d. h., dass er bei Verlustpositionen weitere Gelder nachschieszen muss, um den Kontrakt zu halten. Mit diesen Mechanismen **sind viele Anleger überfordert und sollten daher dieses Geschäft den Spezialisten überlassen, die täglich an der Rohstoffbörse handeln und schnell auf Trendwechsel reagieren können**.

Optionen

Eine zweite Möglichkeit, um von den Bewegungen der Rohstoffe zu profitieren, ist der Kauf von Optionen auf be-



stimmte Rohstoffe. Beim Handel mit Optionen muss keine Lieferung genommen (Call-Optionen) bzw. geleistet (Put-Optionen) werden. Sie sind allerdings noch spekulativer als Terminkontrakte, da hier die Hebelwirkung, die Liquidität und die Geschwindigkeit der Preisbewegungen noch grösser sind als im normalen Termingeschäft. Der Vorteil einer Option ist allerdings, dass der Spekulant im Voraus genau sein Risiko kennt - er kann u. U. mehrere tausend Prozent gewinnen, allerdings auch den gesamten Einsatz verlieren, eine Nachschusspflicht hingegen entfällt. **Optionen auf Rohstoffkontrakte sind daher ein Tummelplatz für Spekulanten, sollten aber von Anlegern gemieden werden.**

Hedge Funds mit Rohstoff-Investitionen

Einige Hedge Funds haben sich darauf spezialisiert, Anlagen in Rohstoff-Termingeschäften und -Optionen zu machen.

Der Vorteil dieser Fonds ist, dass die Anlagen von Spezialisten gemacht werden, die über die notwendigen Fachkenntnisse verfügen und dass sie ihre Anlagen diversifizieren d.h. auf mehrere Kategorien von Rohstoffen verteilen und damit im Normalfall nicht von der Bewegung eines einzelnen Rohstoffes allein abhängen. Je nach Politik des betreffenden Fonds bleiben die Risiken aber sehr hoch.

Bestes Beispiel ist der Amaranth-Fonds; dieser Fonds investierte Milliarden in Erdgas-Termingeschäfte, da die Fondsleitung überzeugt war, dass das Erdgas im Vergleich zu Erdöl zu billig sei. Nachdem diese Politik während sechs Monaten zu einem Gewinn von über einer Milliarde geführt hatte, traten in der zweiten Hälfte 2006 Kursrückgänge ein, die zu Verlusten in Höhe von über drei Milliarden führten. **Entsprechend gross waren die Verluste der Anleger.** Das Risiko bei Hedge Funds ist für die Anleger häufig schon deshalb sehr gross, weil diese Fonds intransparent sind und von keiner Aufsichtsbehörde überwacht werden, so dass sie sich nicht an spezielle Anlagerichtlinien halten müssen. Überdies sind die Kosten meistens sehr hoch, da die Fondsleitung nicht nur eine hohe Verwaltungsgebühr beansprucht, sondern auch an einer Gewinnbeteiligung partizipiert. **Die Fonds-Manager profitieren bei einem Gewinn des Fonds stark, bei Verlusten allerdings leiden sie nicht.** Dies führt im Übrigen häufig zu einer sehr spekulativen Ausrichtung.

Exchange Traded Funds

Exchange Traded Fonds (ETF) sind Fonds, die an der Börse gehandelt werden und ihre Anlagen so strukturieren, dass sie einen Rohstoffindex abbilden. Vorteil derartiger Fonds sind die tiefen Kosten bei Kauf und Verkauf des Fonds, sowie auch die relativ geringen Verwaltungsgebühren. **Durch die Abbildung eines Index ist die Anlage stark diversifiziert,** so dass der Anleger vom allgemeinen



Anstieg der Rohstoffpreise profitieren kann und nicht von der Entwicklung eines einzelnen Produktes abhängig ist. Die Anlagen sind im Gegensatz zu Terminkontrakten und Optionen langfristig ausgerichtet, so dass der Anleger nicht allein schon deshalb Geld verliert, weil Optionen und Terminkontrakte ablaufen.

Vertretbare Risiken bei ETF und Zertifikaten, Risiko bleibt aber

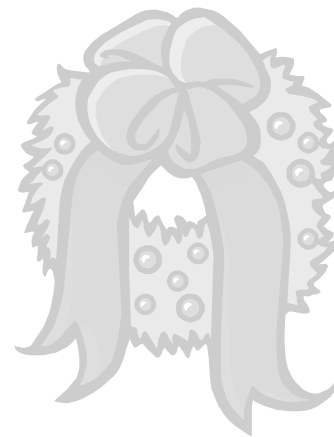
Zertifikate

Die verschiedenen Finanzinstitute offerieren heute Zertifikate, die einen Rohstoffindex abbilden, so dass der Anleger 1:1 an der Veränderung des Rohstoffindex partizipiert. Damit erwirbt der Anleger kostengünstige und diversifizierte Anlagen, die es ihm erlauben, vom Anstieg der Rohstoffpreise zu profitieren.

Das INVICO® Analyse-Team rät allen Kunden von Rohstoff-Terminkontrakten, Optionen und rohstofforientierten Hedge Funds ab; die Risiken sind zu gross und die hohen Kosten der Hedge Funds machen Anlagen mit diesen Instrumenten unattraktiv. Vertretbar sind **Investitionen in Exchange Traded Fonds sowie Zertifikate**. Entscheidend ist aber die zyklische Preisentwicklung der Rohstoffmärkte; die Anleger können auch mit Exchange Traded Fonds sowie Zertifika-

ten sehr viel Geld verlieren, wenn sie im falschen Zeitpunkt des Zyklus kaufen.

Wir sind heute der Ansicht, dass der Rohstoffzyklus an seinem Hoch angelangt ist und dass sich die Rohstoffpreise daher nicht mehr in gleicher Weise erhöhen werden, sondern zum Teil wieder zurückgehen werden. Es gibt aber immer wieder Zeitpunkte, in denen Rohstoffanlagen interessant werden; das INVICO® Analyse-Team verfolgt daher die Trends und wird für Investoren, die entsprechend risikogeneigt sind, bei einem Anstieg des Zyklus auch Rohstoffanlagen in Indexfonds oder Zertifikaten machen. Bei Vermögensverwaltungskunden werden derartige Anlagen allerdings nur nach Vereinbarung mit dem Kunden gemacht.



*Wir wünschen Ihnen
frohe Festtage!*

*We wish you a
Joyful Festive Season!*



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, E-Mail: info@invico.ch,

www.invico.ch

Ich möchte gerne das INVICO® 3-Stufenmodell für die Altersvorsorge kennen lernen:

Name, Vorname: _____

Strasse: _____

PLZ, Ort, Land: _____

E-Mail: _____

Fax: _____

Sie können mich auch unter folgender Telefonnummer erreichen:

Tel. G: _____ *Tel. Pr:* _____



INVICO[®] ASSET MANAGEMENT

FINANZBRIEF

Die INVICO[®]-Anlagestrategie für die 52. Kalenderwoche 2006:

Sicherheitsstufe:	CHF und EURO übergewichten, mittelfristige Obligationen oder Wandelanleihen (30%) Immobilienfonds (20 %), Geldmarkt (20 %), Immobiliengesellschaften (30%)
Aufbaustufe:	Schweiz und Euroland übergewichten, Asien, USA als Diversifikation. Aktien: Holcim, Roche, Zurich FS, UBS, CS Group, Swatch, Richemont, ABB, L'Oréal, Deutsche Bank, Allianz, ING, SAP P & G, GE, Microsoft, XMTCH, EUROSTOXX (beides Indexfonds) Royal Dutch, Total
Wachstumsstufe:	Golay Buchel, Bucher, Synthes Inc., Huber & Suhner, Phonak, Komax, Kudelski, WMH, von Roll, Tecan, SIG, QQQ, Fonds Südostasien (max. 10%), China-Aktienfonds (5%), Japan-Fonds (10%) Spekulativ: Swisslog, Converium
Bemerkungen:	Die Wirtschaft hat sich etwas abgeschwächt. Wir erwarten auch für das erste Halbjahr 2007 eine dezidierte Wirtschaftsentwicklung. Die Energiepreise werden zu einer leichten Inflation führen. Wir bevorzugen die Schweiz und Euroland aus währungspolitischen Gründen.

Dieser Finanzbrief enthält keine Investitionsaufforderung. Jegliche Haftung wird abgelehnt.

Sehr oft analysierten wir Portfolios, welche sich etwas später durch Neuausrichtung der Strategie als sehr wertvoll und ertragreich erwiesen. **Profitieren Sie von diesem Kundenservice von INVICO[®]!**



VERTRAULICH

Bitte analysieren Sie mein Portfolio anhand Ihres erfolgreichen INVICO[®]-Dreistufenmodells.

Name, Vorname: _____

Strasse: _____

PLZ, Ort, Land: _____

Tel.: _____ Fax: _____ E-Mail: _____

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, E-Mail: info@invico.ch, www.invico.ch

Besuchen Sie unsere Webseite: www.invico.ch

