

Sicherheitsstufe:	CHF übergewichten, GBP, Euro marktgewichten Wandelanleihen (30%), Nur ausgewählte konventionelle Obligationen (5%) Immobilienfonds (25 %), Geldmarkt (20 %), Immobilien-gesellschaften (30 %)
Aufbaustufe:	Schweiz, USA, Europa (D) Aktien: Holcim, Novartis, Roche, Richmont, 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, Fonds Südostasien (max. 5 %), Ascom, Rosneft, Outotec, Small- Caps USA India Fonds, Hong Kong, Petrochina, Vale, China Mobile. China, Indien und Brasilien, Russland als Diversifikation.
Bemerkungen:	Wir erwarten für das erste Quartal 2011 eine anziehende Wirtschaftsentwicklung und bevorzugen die Schweiz aus währungspolitischen Gründen. China und die Emerging Markets sind erneut das Zug- pferd. Rohstoffwerte sind ein günstiger Kauf.

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

INVICO® ASSET MANAGEMENT

INVICO® FINANZBRIEF



November 2010

Die nächste Blase: Staatsobligationen

Hohe Geldversorgung führt zu Exzessen

Seit dem Crash von 1987 haben die Notenanstalten und Notenbanken bei jeder Krise mit einer Ausweitung der Geldmenge und einer Senkung der Zinsen reagiert, um die Wirtschaft zu stützen. Im Zeitalter der Globalisierung und der sinkenden Produktionspreise führte die Ausweitung der Geldmenge nicht mehr zur Inflation bei den Konsumgütern.

Das Geld floss leider in den Finanzbereich und löste dort eine enorme Nachfrage nach Finanzanlagen aus, was zu entsprechenden Kurssteigerungen führte. Meistens gab es einen Industrie-Sektor, von dem die Kurse ganz enorm stiegen und sich eine "Kursblase" entwickelte. Vor der Krise 2001 waren dies Technologie-, Internet-, Kommunikations- und Biotech-Aktien. 2008 waren es dagegen Hypotheken auf zweitklassigen amerikanischen Hypotheken, welche in Form von „kreativen“ **Finanzprodukten die überschüssige Liquidität anzogen und entsprechende Preisexzesse erlebten.**

Blasenbildung: Herdentrieb und Verlust des Risikobewusstseins

Ausgangspunkt der Blasenbildung war letztlich immer, dass **irgendjemand eine spezielle Anlagekategorie gefunden hatte, die eine überdurchschnittliche Rendite abwarf**. Je mehr Geld in den betreffenden Gütern angelegt wurde, desto höher stiegen die

Preise, was dann jeweils von selbst wieder zusätzliche Anlagegelder anzog. Der Herdentrieb der Finanzbranche tobt sich dann jeweils aus. Charakteristisch für die Blasenbildung ist aber auch, dass in diesem Prozess alle Beteiligten das Gefühl für das Risiko verlieren d.h. davon ausgehen, dass es entgegen früheren Erfahrungen kein Risiko mehr gibt.

Hauptmerkmale einer Blase: Hoher Preis und Verneinung des Risikos

Dies geht immer solange gut, bis sich dann das unvermeidliche Risiko doch noch verwirklicht und die Blase unter grossen Verlusten aller Beteiligten explodiert. **2001 wurden riesige Vermögen vernichtet, 2008 wurde auch noch die ganze Bankenbranche in Mitleidenschaft gezogen.**

Wo ist die nächste Überhitzung?

Heute stellen sich alle Beteiligten die Frage, wo sich die nächste Blase bilden könnte. Die Schweizer Nationalbank ortet bereits grosse Gefahren im schweizerischen Immobilienmarkt und zeigt insbesondere auf die hohen Preise für Eigentumswohnungen. Andere Auguren glauben dagegen, dass die Entwick-

- | | |
|--|---|
| 1 Die nächste Blase: Staatsobligationen | 7 Das Ende der inflationsfreien Jahre |
| 3 Double-Dip? | 9 Frauen sind oft unglücklich mit ihrer Vermögensverwaltung |
| 5 Aktien sind günstig - Chance für Anleger | 11 Trust und Lex Koller |



lung der Aktienkurse auf eine Blasenbildung an der Börse hinweist. Die Frage der nächsten Blase ist heute akut, da der Boden, auf dem Blasen wachsen, tatsächlich wieder geschaffen worden ist. Zur Bekämpfung der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 haben alle **Notenbanken die Geldmengen chaotisch erhöht** und die Zinsen gesenkt. Die Bedingungen für die Blasenbildung sind ideal, da enorm viel Geld vorhanden ist und daher die Preise in die Höhe treiben.

Blasenbildung bei Staatsobligationen

Unseres Erachtens hat sich die nächste Blase bereits gebildet und zwar im Bereich der staatlichen Obligation. **Heute sind die Zinsen von Staatsobligationen extrem tief.** Ganz offensichtlich gehen die Anleger davon aus, dass die Staaten das Geld jedenfalls zurückzahlen werden: sie glauben, dass es keine Inflation mehr gibt bzw. dass diese nie über die in der Euro-Zone tolerierten 2% hinausgehen wird. Wie anders könnte man sich sonst die erstaunlich tiefen Zinsen für langfristige Franken- und Euroobligationen erklären - zehnjährige Schweizer Bundesobligationen bringen gerade noch eine Rendite von 1,6%, zehnjährige Deutsche Staatsanleihen von 2,5%.

Damit sind heute aber auch die **zwei Hauptmerkmale einer Blase vorhanden: Hoher Preis und die Negation des Risikos.** Die tiefen Renditen zeigen, dass Staatsanleihen extrem teuer sind. Die Negation des Risikos zeigt sich dagegen deutlich darin, dass kaum ein Anleger mehr über Inflation spricht und Versicherungsgesellschaften praktisch kritiklos ihren ganzen Anlagebestand auf Obligationen konzentrieren, ohne sich Gedanken über die massiven Risiken zu machen. Niemand glaubt mehr daran, dass die Inflation von 0 bzw. 2% wieder einmal auf 5 bis 7% steigen könnte - eine Zahl, die im Bereich des Möglichen liegt, wenn der Preissenkungseffekt der Globalisierung abnimmt.

Die Blasenbildung und das Platzen der Blase werden dazu führen, dass Personen, die in **Staatsanleihen** anlegen und glauben, dass sie damit eine risikolose Rendite verdienen, **sehr viel Geld verlieren werden.** Es stimmt zwar, dass Staatsanleihen praktisch risiko-

los sind, weil der Staat selbst sich immer Mittel zur Rückzahlung verschaffen kann: Notfalls, indem er zusätzlich Geld druckt. Der Verlust tritt aber dadurch ein, dass eine Inflationsrate, die über dem vereinbarten Zins liegt, das Kapital langsam auffrisst. Von diesen Verlusten profitieren natürlich die Schuldner, d.h. die Staaten, deren Schulden auf diese Weise reduziert werden.

Abbau der Staatsverschuldung durch Inflation?

Während es kaum möglich ist, die exzessive Staatsverschuldung durch Steuererhöhungen oder normale Einnahmen auszugleichen, **beseitigt Inflation die Schulden auf eine "politisch verträgliche" und relativ elegante Weise.** Ein scharfer Sparkurs und massive Steuererhöhungen sind extrem schwierige politische Vorhaben, die für eine Regierung zur Existenzfrage werden können.

Die Bereinigung der Staatsschuld durch Inflation dagegen erfordert kein politisches Handeln: **Inflation kann als „Naturgewalt“ dargestellt werden und die Sparer und Anleger, die Geld verlieren, haben nicht viel politische Macht.** Dies wird dazu führen, dass die Staaten nicht gegen die Inflation vorgehen werden, sondern sie sogar still tolerieren, allenfalls sogar fördern werden. Dazu trägt natürlich auch bei, dass die Generation der Politiker die in den 70er Jahren die hohe Inflation und ihre wirtschaftlichen Folgen erlebt hatten, heute zum grössten Teil nicht mehr aktiv sind. Die heutigen Politiker kennen Inflation nur aus den Lehrbüchern.

Positiv an der Staatsobligationenblase ist jedoch, dass sie nicht mit einem grossen Knaller platzen wird. Die meisten Staaten werden nicht zahlungsunfähig und müssen sich nicht weigern ihre Anleihen zurückzuzahlen. **Die Blase führt vielmehr zu einem langsamen Verschwinden des Geldes:** Über die Laufzeit der Obligationen wird das Geld immer weniger wert sein.

Finanzmarkt-Trends:

Trust und Lex Koller

Einbringung einer Schweizer Liegenschaft in einen ausländischen Trust

In der Schweiz war in den letzten Monaten und Jahren vermehrt zu beobachten, dass immer mehr ausländische Staatsangehörige sich in der Schweiz niederlassen. Deren Vermögen ist in gewissen Fällen auch in einen Trust eingebracht worden. Für solche Personen besteht deshalb auch das Bedürfnis, **Schweizer Liegenschaften ebenfalls zwecks Nachlassplanung in einen Trust einzubringen.** Wie ist nun aber bei einem Trust zu verfahren, bei dem mehrheitlich ausländische Personen involviert sind? Für wen braucht es allenfalls eine Bewilligung?

Gemäss Praxis der Grundbuchämter und Notariate wird bei einem **Liegenschafts Kauf durch einen Trust das Geschäft immer den Bewilligungsbehörden übergeben.** Geprüft muss in solchen Fällen, ob der Treuhänder (Trustee) oder die Begünstigten (Beneficiaries) eine Bewilligung benötigen, denn der Trustee wird als Eigentümer eingetragen und verwaltet das Objekt für die Beneficiaries. Folgerichtig müssen der Trustee und die Beneficiaries Schweizer Bürger sein oder eine notwendige Aufenthaltsbewilligung besitzen.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass eine schweizerische Liegenschaft in einen Trust eingebracht werden kann, sofern die notwendigen Voraussetzungen erfüllt sind. Insofern ist auch bei einem Trust die Lex Koller zwingend.

Ihr Anwalt wird Sie in diesen Fragen beraten können.

Die Verwaltung von internationalen Trusts wird von der Trustabteilung der Invico durchgeführt.



Frauen sind oft unglücklich mit ihrer Vermögensverwaltung

Wir leben heute in einer Welt, in welcher der Handel mit Wertpapieren einen immer wichtigeren Platz im Leben jedes Einzelnen einzunehmen scheint. Wohin man auch sieht, jeder lockt mit verschiedenen Anlageformen. Aber wie soll Frau richtig Geld anlegen?

Mehrere Artikel in den Tageszeitungen bestätigen, dass **immer mehr Frauen unglücklich sind mit ihrer Vermögensverwaltung** oder sich damit schlicht überfordert fühlen.

Folgende Situation kennen nicht nur wohlhabende Frauen: Ein Paar geht zur Bank um sich beraten zu lassen, aber der Banker spricht nur mit dem Mann. Je selbstständiger die Frau ist, umso mehr ist sie ein solches Verhalten leid.

Frauen möchten gerne als vollwertige Gesprächspartner auch in finanziellen Belangen angesehen werden. Dies belegen auch Untersuchungen.

Diese Problematik wird gewichtiger, da immer mehr Frauen Geld haben. **Der grösste Teil der Frauenvermögen ist erarbeitet** - heute sind weltweit im Vergleich zu 1980 bereits doppelt so viele Frauen (1,2 Mrd.) erwerbstätig. Aber auch durch **Erbschaft und Scheidung gelangen Frauen zu Vermögen.**

Frauen legen Gelder sorgfältig an

Gemäss verschiedener Studien legen Bankkundinnen ihr Geld weniger risikoreich an als Männer und sie setzen im Vergleich zu Männern eher auf nachhaltige Investments. Vielen Frauen ist es wichtig, dass die **Produkte transparent und nachhaltig sind.**

Sie möchten beraten werden und suchen massgeschneiderte Anlagen. Genau darauf ist das Invico Analyseteam spezialisiert.

INVICO® Ladies Asset Management

Unser Ladies Asset Management Team bietet Beratung von Frauen für Frauen.

Invico Mitarbeiterinnen möchten Ihnen zeigen, welche Möglichkeiten Sie haben, ihr Geld anzulegen. Gemeinsam erarbeiten wir mit Ihnen eine auf Sie zugeschnittene Anlagestrategie auf Basis des Invico 3-Stufenmodells. **Gerade beruflich engagierte Frauen haben wenig Zeit für Investmentfragen und Fragen der Vorsorge.**

Anlagestrategie

Eine unabhängige Beratung für Frauen, die Sicherheit suchen, ist einer der Schwerpunkte der Invico-Vermögensverwaltung. Unsere Dienstleistung richtet sich an Frauen aller Altersgruppen und Einkommensverhältnisse.

Warum Anlageberatung?

Familie, Freunde und Beruf fordern die ganze Energie. Anlageempfehlungen werden oft als intransparent, komplex und nicht individuell genug empfunden. Auch heute noch sind selbst unabhängige, erwerbstätige oder vermögende Frauen oft schlecht oder unzureichend beraten oder sie fühlen sich in der Finanzwelt unwohl.

Invico Ladies Asset Management hilft Ihnen, sich in diesem Dschungel zu Recht zu finden und Ihr Vermögen zu wahren.

Double-Dip?

Diskussionen über die Konjunkturerholung nach der scharfen Rezession von 2008/2009 führen heute fast immer zur Frage, ob wir tatsächlich eine Erholung haben oder ob die Konjunktur nicht gleich in die nächste Rezession schlittert. Das Schlagwort "Double-Dip" - eine zweite Rezession anstelle eines Aufschwungs - macht überall die Runde und verunsichert die Anleger. Wenn an einem Tag wieder einmal schlechte Zahlen vom amerikanischen Immobilienmarkt erscheinen oder sich die Arbeitslosenquote negativ entwickelt, wird sofort die Frage gestellt, ob wir uns schon wieder an der Schwelle einer Rezession befinden.

Keine zweite Rezession

Das Invico Analyseteam sieht keine zweite Rezession in den Industrieländern. Das Wachstum in den nächsten zwölf Monaten wird aber relativ schwach sein, sodass ein Umfeld entsteht, bei dem die **Arbeitslosigkeit weiterhin relativ hoch und die Zinsen niedrig bleiben werden.** Eine derartige Entwicklung ist nach einer starken Rezession nicht ungewöhnlich - schon nach 1991 und 2002 kam es nach einer schnellen ersten Erholungsphase **jeweils zu Phasen mit geringem Wachstum**, in denen auch schon das Schlagwort vom "Double-Dip" die Runde machte. Diese Entwicklung ist auf folgende Faktoren zurück zu führen:

- Lagerzyklus

Als die Rezession begann, nahm die Nachfrage der Konsumenten je nach Land um 2% bis 4% ab - einzelne Industriebereiche, wie Autohersteller oder dauerhafte Konsumgüter wurden stärker betroffen, andere wie die Nahrungsmittelindustrie nur in geringem

Masse. Ein derartiger Rückgang hat allerdings überproportionale Auswirkungen auf die Lagerhaltung. Die Hersteller und Händler reduzieren auf allen Stufen ihre Lager auf minimale Grössen und versuchen, in einigen Bereichen sogar ohne jedes Lager auszukommen. Wenn sie dann merken, dass sich die Konsumnachfrage bei 96 bis 98% der vorherigen Nachfrage stabilisiert, müssen sie die Lager wieder auffüllen, da Minimallager nicht reichen, um die Konsumnachfrage mit vernünftigen Lieferfristen zu befriedigen.

Während der Abbau der Lager die Rezession verschärft, führt der Wiederaufbau der Lager in den ersten Monaten der wirtschaftlichen Erholung zu einem entsprechend schnellen Anstieg. Sobald die Lager wieder eine vertretbare Grösse erreicht haben, fällt diese spezielle Nachfrage allerdings dahin. Das Wachstum flacht sich ab, bis die Konsumnachfrage im Verlaufe der Wirtschaftsentwicklung stärker anzieht und deshalb höhere Bestellungen gemacht werden müssen.

- Investitionsgüterzyklus

Die scharfe Rezession hat dazu geführt, dass Industrieunternehmen im dritten Quartal 2008 ihre Investitionen auf ein absolutes Minimum reduzierten oder in vielen Fällen, völlig auf jede Investition und zum Teil sogar auf Unterhaltsarbeiten verzichteten. Als sich 2009 die Konsumnachfrage etwas stabilisierte, hatten viele Unternehmen die dringend notwendigen Ersatzinvestitionen getätigt. Ein Nachholbedarf, der in der Investitionsgüterindustrie zu einem kurzfristigen Umsatzschub führte. Dieser Nachholbedarf führte kurzfristig zu einem starken Anstieg der Nachfrage. Auch diese flacht nach der ersten "Nachholphase" aber wieder ab. Die nachhaltigen Wachstumsraten sind wesentlich geringer, da sie ungefähr dem Wachstum der Konsumnachfrage entsprechen müssen.



- Verzögerte Personaleinstellungen

In der scharfen Rezession 2008/2009 haben viele Unternehmen Arbeitsplätze abgebaut, um Kosten zu sparen. Diese Unternehmen hüten sich davor, beim Aufschwung sofort wieder neue Arbeitnehmer anzustellen. Zum Teil wollen sie einfach den Kostenvorteil, den sie aufgrund der tieferen Lohnkosten haben im Aufschwung ausnützen. **Sie versuchen, mit weniger Personal ihre betrieblichen Leistungen zu erreichen.** Zum Teil schreckt aber gerade das in der Eurozone geltende "arbeitnehmerfreundliche" Arbeitsrecht vor Anstellungen ab. Beim heute geltenden Kündigungsschutz ist es enorm schwierig bzw. teuer, Arbeitnehmer wieder zu entlassen. Daher vermeiden viele Unternehmen den Ausbau von Arbeitsplätzen, um sich nicht in die Falle des Kündigungsschutzes zu begeben. Die logische Konsequenz ist, dass **in Europa erst viel später in der Aufschwungsphase im grösseren Masse Arbeitsplätze geschaffen werden.**

Restriktives Arbeitsrecht fördert Arbeitslosigkeit

Dies führt dazu, dass die Arbeitslosigkeit bei Beginn einer Erholung relativ hoch bleibt und erst mit Verzögerung abnimmt. Gerade diese schleppende Entwicklung des Arbeitsmarktes führt bei vielen Anlegern aber dazu, dass sie die Wirtschaftsentwicklung zu pessimistisch beurteilen.

- Abbau von Verschuldungsproblemen

Beim Aufschwung 2006/2007 wurden zum Teil sehr hohe Schulden aufgebaut, um die Expansion zu finanzieren. Insbesondere haben die US-Konsumenten in diesen Jahren viel zu hohe Schulden aufgebaut. Die **amerikanischen Konsumenten** hatten sogar gesamthaft eine **negative Sparquote, d.h. sie gaben mehr aus, als sie einnahmen.**

Zu diesem Fehlverhalten kam es nur, weil die Amerikaner das Gefühl hatten, dass die höheren Schulden durch den steigenden Wert ihrer Häuser kompensiert

würden. Diese "Schuldenblase" muss nun im Aufschwung zuerst abgebaut werden. Das führt dazu, dass die amerikanischen Konsumenten in der Aufschwungsphase nicht vollumfänglich mitmachen können, sondern einen Teil ihres Einkommens zur Reduktion ihrer Schulden und zum Aufbau von Ersparnissen verwenden müssen. Dies wird den Wirtschaftsaufschwung verzögern, da die amerikanischen Konsumenten rund zwei Drittel des amerikanischen Bruttosozialprodukts und einen grossen Teil der amerikanischen Importnachfrage bestreiten.

Einen ähnlichen Effekt hat die exzessive Staatsverschuldung der USA und verschiedener europäischer Staaten. Diese **Staaten haben auch viel mehr ausgegeben als sie eingenommen haben und müssen nun Sparprogramme einführen.** Diese Sparprogramme werden natürlich die staatliche Nachfrage dämpfen. Auch dies führt zu einer entsprechenden Verlangsamung des Aufschwungs.

Die oben dargestellten Faktoren erklären die Verzögerung des Aufschwungs, führen aber nicht zu einem Absturz in eine neue Rezession, da sie letztlich natürliche Begleiterscheinungen eines Wirtschaftsaufschwungs sind. Diese Faktoren zeigen sich letztlich fast bei jedem Aufschwung nach einer Rezession, denn fast immer müssen die vorherigen Übertreibungen der Aufschwungsphase wieder bereinigt werden, bevor es wieder zu einem nachhaltigen Wachstum kommen kann.

US-Konsumenten bauen Schuldenberg ab

Die folgenden Faktoren bestätigen aber, dass der Aufschwung weitergeht:

- Positive Grundnachfrage der Konsumenten

Die Nachfrage der Konsumenten hat sich stabilisiert und befindet sich auf einem Wachstumskurs. Dieses Wachstum liegt zwar aufgrund der oben dargestellten Faktoren noch unter dem maximal möglichen

tion des Yuan dennoch nicht verhindern. Im Vorfeld des G-20 Gipfel hat deshalb die chinesische Regierung auch ein „kontrolliertes Floaten“ des Yuan angekündigt, was nichts anderes bedeutet, als dass sie eine mehr oder weniger langsamen Aufwertung tolerieren muss.

Staatsschulden werden mit Inflation abgebaut

Konsequenz dieser Lohnsteigerungen und Währungsbewegungen ist letztlich, dass **die Preise der in China hergestellten Güter steigen.** Dies führt dazu, dass die entsprechenden Güter in den westlichen Industrienationen teurer werden und auch die disziplinierte Wirkung tiefer Importpreise auf die einheimischen Unternehmen abnimmt. Wir müssen deshalb in den nächsten Jahren wieder mit **steigenden Preisen bei den Konsumgütern rechnen. Inflation wird damit plötzlich wieder zum Thema.**

Inflation und Staatsschulden

Inflation hat eine interessante Nebenwirkung – die Schulden werden abgewertet: Sobald die Inflationsrate über dem Zins liegt, wird das Kapital durch die Inflation langsam aufgezehrt.

In der Vergangenheit gab es immer wieder Phasen, in denen eine hohe Staatsverschuldung, die durch die Finanzierung von Kriegen oder durch Wirtschaftskrisen entstanden war, durch Inflation abgebaut wurde.

Heute haben die westlichen Industrienationen zum Teil auch wieder sehr **hohe Schulden, die sie ohne Wohlstandseinbusse nicht zurückzahlen können** – die einzige Möglichkeit zur Lösung dieses Schuldenproblems liegt in der Inflation. Daher wird der praktische Widerstand gegen höhere Inflation wohl nur gering sein – im Geheimen spielen wahrscheinlich auch schon verschiedene Regierungen mit dem Gedanken, die **Inflation zu fördern, um auf diese Weise die eigenen Schulden abzubauen.**

Realwerte sind Inflationsschutz

Was heisst dies für die Anlagepolitik?

Wenn wir mit Inflation rechnen, so **bieten Sachwerte den besten Schutz.** Obligationen sind dagegen gefährlich, da die Inhaber von Obligationen durch Inflation "enteignet" werden. Das Invico Analyseteam sieht deshalb Anlagen im Immobilienbereich besonders in der Schweiz als wesentlichen Pfeiler der Sicherheitsstufe und zieht derartige Anlagen Obligationen klar vor.

Immobilienanlagen haben einen „eingebauten Inflationsschutz“ und weisen auch eine höhere Rendite auf als Obligationen. Wenn Obligationen gekauft werden, so sollten sich Obligationsanlagen dagegen auf dem kurz- bis mittelfristigen Bereich konzentrieren, da in diesem Bereich der Schaden, der durch Inflation entstehen kann, wesentlich geringer ist als im langfristigen Bereich.



losigkeit in vielen traditionellen Industriestaaten Europas ist letztlich die Konsequenz dieser Verschiebung.

- Da die Billiglohnländer weniger Waren und Dienstleistungen aus den Industrieländern beziehen als umgekehrt, führte die Globalisierung aber auch zu hohen Leistungsbilanzdefiziten in den "Konsumentenländern". Bestes Beispiel sind die USA, die jedes Jahr für rund USD 250 Milliarden mehr für importierte Güter und Dienstleistungen ausgeben, als sie im Export einnehmen. Derartige Ungleichgewichte im Handel müssten nach der ökonomischen Theorie durch Währungsverschiebungen korrigiert werden, d.h. die Währungen der Exportländer müssten steigen, während die Währung der Importländer sinken sollte.

Inflation ist vorprogrammiert

Diese Bewegungen wurden von den Exportländern zum Teil aber aktiv verhindert; da sie ihr Wachstum und ihre Vollbeschäftigung durch tiefe Währungskurse und entsprechend hohe Exporte sicherstellen wollten. China ist für dieses Verhalten exemplarisch, trotz eines chronisch hohen Leistungsbilanzüberschusses mit den USA hat die chinesische Regierung alles unternommen, um zu verhindern, dass der Yuan gegenüber dem US Dollar ansteigt. **Durch die beständige Stützung des Dollars stellt die chinesische Regierung sicher, dass ihre Betriebe weiterhin exportieren können.**

Diese Analyse zeigt, dass die tiefe Inflation der letzten 15 Jahre **nicht auf eine besonders intelligente Währungs- oder Wirtschaftspolitik der westlichen Industriestaaten zurückzuführen ist, sondern allein auf die Globalisierung bzw. die Herstellung von Dienstleistungen und Gütern in Billiglohnländern.** Letztlich wurde die tiefe Inflation in den Industrieländern durch eine hohe Arbeitslosigkeit und zum Teil durch hohe Leistungsbilanzdefizite erkaufte – eigentlich kam es zu einer Umverteilung des Wohlstandes von Arbeitnehmern und inländischen

Unternehmen zu Konsumenten und Billiglohnländern.

Das Ende der Party?

Die Globalisierung ist kein Prozess der ewig dauert und kontinuierlich zu noch tieferen Preisen führt. Mit dem Erfolg eines Billiglohnlandes steigen letztlich auch seine Kosten. Dies hat sich am Beispiel der früheren Billiglohnländer gezeigt. Japan war in den sechziger Jahren der grösste Produzent billiger Konsumgüter. Heute ist Japan ein "Hochlohnland", wobei sich die Produktion von billigen Konsumgütern nach Korea, Taiwan und später auch China verlagert hat. Der Erfolg hat dazu geführt, dass die **Ansprüche der japanischen Arbeitnehmer gestiegen sind, was zu höheren Lohnkosten geführt hat. China wird genau den gleichen Weg gehen.** Die Signale sind unübersehbar:

- Lohnkostensteigerung

Die chinesischen Arbeiter stellen heute wesentlich höhere Forderungen an die Löhne als vor fünf Jahren und können diese Lohnforderungen auch durchsetzen; bei Foxconn, einem der wichtigsten Auftragshersteller in der Unterhaltungs- und Kommunikationselektronik führten Streiks und **Arbeiterproteste zu Lohnerhöhungen von 70% in wenigen Wochen.** Diese Lohnerhöhung bei Foxconn war ein spektakuläres Beispiel, das in den internationalen Medien verbreitet wurde – alle in China tätigen Unternehmen sind heute aber mit sprunghaft steigenden Löhnen konfrontiert. Das Gleiche gilt auch für alle Unternehmen, die in Indien Ingenieure und Softwareprogrammierer beschäftigen.

- Währungskursveränderungen

Die chinesische Währung ist einem massiven Aufwertungsdruck ausgesetzt – die Währung eines Landes mit derart hohem Leistungsbilanzüberschuss und entsprechend riesigen Währungsreserven muss steigen. Auch wenn die Regierung ständig Dollar und Euro kauft, um die Kurse dieser Währungen zu stützen, kann sie die Aufwer-

Wachstum, wird aber über kurz oder lang auch neue Investitionen und die Anstellung weiterer Arbeitnehmer auslösen, sodass es zu einem normalen Wirtschaftsaufschwung kommt.

- Ungebrochene Konjunktur in den Schwellenländern

Die Rezession 2008/2009 hat sich im Wesentlichen auf die traditionellen Industrienationen, die USA, Japan und Europa konzentriert. Die Schwellenländer, insbesondere China und Indien, wurden nur geringfügig in Mitleidenschaft gezogen. Die Nachfrage dieser Länder nach hochwertigen Konsumgütern und Investitionsgütern stützt auch das Wachstum in den Industrieländern und gibt die notwendigen Impulse für eine positive Wirtschaftsentwicklung.

- Tiefe Zinsen

Die Zinsen sind sehr tief und werden von den Notenbanken auch weiterhin tief gehalten. Ziel der Tiefzinspolitik ist einerseits die Wirtschaft zu stützen, andererseits soll aber auch der Schuldenabbau erleichtert werden. Diese tiefen Zinsen stützen die Nachfrage, da sie Investitionen erleichtern und insbesondere auch die Finanzierung neuer Projekte ermöglichen.

Aufgrund dieser Umstände sehen wir eine langsame Wirtschaftsentwicklung, aber keine zweite Rezession. Dementsprechend sollten Anleger heute Aktien erwerben. Unternehmen profitieren nämlich vom heutigen Umfeld: Die tiefen Zinsen entlasten den Aufwand, während die Kosteneinsparungen die in der Rezession durch Restrukturierungen und Arbeitsplatzabbau gemacht worden sind, ihre Früchte tragen werden. **Viele Unternehmen werden daher 2010 sowie auch noch 2011 sehr gute Gewinne ausweisen.**

Aktien sind günstig - Chance für Anleger

Die Entwicklung der Aktienkurse in den letzten zehn Jahren war enttäuschend. Die zehn Jahre davor, d.h. die Neunzigerjahre waren dagegen eine lukrative Zeit für Aktienanleger. Mit Aktienanlagen konnten sehr hohe Gesamtrenditen erzielt werden.

1999/2000 standen die Aktien tatsächlich auf einem Höchststand. Danach **platzte die "Dot Com Blase"**, was zu einer starken Börsenbaisse führte. Damit startete das letzte Jahrzehnt mit einem Kursrückgang und erlitt in der Finanzkrise 2008 gleich noch einmal einen herben Schlag. Insgesamt konnten die Anleger daher in den letzten zehn Jahren mit Aktien nichts verdienen.

Dies ist aber nicht völlig aussergewöhnlich: In den **letzten 100 Jahren gab es immer wieder Perioden von 10 bis 15 oder sogar 20 Jahren, in denen die Aktionäre im Durchschnitt viel verdienten und dann wieder Perioden von 5 bis 10 Jahren, in denen sie keinen Gewinn erzielen konnten.**

Am meisten verdienen natürlich die Anleger, die am Ende einer Durststrecke Aktien zu tiefen Kursen kaufen und die folgende positive Periode mitmachen. Das Invico Analyseteam ist der Ansicht, dass wir uns heute an einem derartigen Punkt befinden und **Aktienanlagen daher sehr interessant sind.**

Aufwärtsphase für Aktien

Wir sind zu dieser Schlussfolgerung gekommen, weil Aktien heute im Vergleich zu Obligationen sehr günstig bewertet sind:

- Der Durchschnittszins von zehnjährigen Schweizerischen Bundesobligationen beläuft sich zurzeit auf rund 1,6% pro Jahr (€ 2,5. USD 2,6%).



- Die durchschnittliche **Gewinnrendite** aller im Swiss Performance Index (SPI) vertretenen Unternehmen beläuft sich **auf rund 8,5**. (Die Gewinnrendite entspricht dem Gewinn pro Aktie geteilt durch den Kurs). Sie sagt aus, wie viel laufende Gewinne die Unternehmen auf dem Betrag erzielen, den der Aktionär bezahlt hat. Einen Teil des Gewinnes, den das Unternehmen auf der Investition des Aktionärs erzielt, schüttet es als Dividende aus (Ausschüttungs-Rendite). Mit dem Rest finanziert das Unternehmen neue Investitionen, was seinen Wert erhöht. **Die Gewinnrendite führt in diesem Sinne zu einem Vermögenszuwachs für den Aktionär, sei dies aufgrund der Dividendenzahlung oder aufgrund der Erhöhung des Aktienwerts.** Die Gewinnrendite stellt daher die Rendite dar, mit der der Aktionär langfristig rechnen kann und die er teils als Ausschüttungsrendite, teils als Kurssteigerung erhalten sollte.
- Die Dividendenrendite aller SPI Aktien beläuft sich auf 3,3%. D.h. der Dividendenertrag von ursprünglich CHF 100 wäre in 10 Jahren auf CHF 1'200 angewachsen.

Aktienrenditen auf historischem Höchststand

Dieser Vergleich zeigt Erstaunliches:

- Die Gewinnrendite der Aktien von 8,5 liegt um 6,9 Prozentpunkte über der Rendite von Bundesobligationen. Historisch betrachtet lag die Gewinnrendite von Aktien immer über der Rendite von Bundesobligationen, da **die Gewinnrendite bei Aktien wesentlich unsicherer ist als die Ausschüttung bei Bundesobligationen.** Bei Unternehmen können Konjunkturschwankungen und Fehlentscheide des Managements zu negativen Veränderungen der Gewinnrendite oder sogar zu einem Verlust führen, während die Rendite von Bundesobligationen absolut sicher ist. Die Differenz zwischen **den beiden Renditen stellt die Risikoprämie dar, welche Anleger für die risikoreiche Investition in Aktien verlangen.** Wäh-

rend eine Risikoprämie grundsätzlich berechtigt ist, ist ihr Ausmass heute absolut erstaunlich: Sie liegt mit rund 7 Prozentpunkten bzw. 560% der Obligationenrendite auf einem historischen Höchststand der letzten 50 Jahre.

Dies signalisiert, dass Aktien günstig sind bzw. dass die Anleger das Risiko von Aktien nach den letzten zehn schlechten Jahren deutlich überbewerten.

- Die Ausschüttungsrendite von Aktien ist mit 3,3% um 1,7 Prozentpunkte höher als die Rendite von Bundesobligationen mit 1,6%. Dies gilt nicht nur für die Durchschnittsrendite aller SPI Titel! Qualitätsaktien wie Nestlé, Novartis und Roche, deren Dividenden sehr sicher sind - zeigen mit rund 3.3 %, 4 % und 4.4% ebenfalls wesentlich höhere Renditen als Bundesobligationen. Eine derartige Situation ist äusserst selten. Während rund 40 Jahren lag die Dividendenrendite immer unter der Rendite von Bundesobligationen.

Die heutige Bewertung von Aktien und Obligationen macht eigentlich nur dann Sinn, wenn die Anleger von folgenden Zukunftserwartungen ausgehen:

- Die Zinsen werden in den nächsten zehn Jahren nicht steigen, weil es keinerlei Inflation geben wird.
- Die Gewinne und Dividenden der Unternehmen werden in den nächsten zehn Jahren nicht steigen, sondern zurückgehen. Die Rendite von Aktien wird unter diejenige von Obligationen fallen.

Diese Annahmen werden aber nur eintreten, wenn in den nächsten zehn Jahren eine Rezession herrscht, die zu völliger Stagnation der Unternehmensgewinne führen wird und damit eine Inflation verhindert. Eine derartige Entwicklung ist nach unserer Ansicht allerdings völlig unrealistisch. Es gibt keine Anzeichen dafür, dass sich ein derartiges Szenario in den nächsten zehn Jahren verwirklicht. Allein schon die wirtschaftliche Dynamik in den Schwellenländern führt zu steigender Nachfrage in den Industrieländern und auch zur Inflation. Wir

Aktien sind unterbewertet

Die nächsten zehn Jahre werden für Aktionäre positiv sein. Bei Obligationen bestehen dagegen erhebliche Zweifel - bereits ein wenig Inflation wird zu erheblich tieferen Obligationenkursen führen.

werden in den nächsten zehn Jahren sicherlich auch eine Rezession erleben, die vielleicht ein oder zwei Jahre dauert. Wir werden in dieser Zeit aber mindestens zwei Aufschwungphasen erleben, die zu höheren Gewinnen und zum Teil zu Inflation führen werden.

Das Invico Analyseteam geht daher davon aus, dass **heute Aktien unterbewertet sind**, während **Obligationen zu hoch bewertet sind**, weshalb Anleger eher in Aktien als in Obligationen investieren sollten.

Das Ende der inflationsfreien Jahre

In den letzten 15 Jahren war die Inflation in den westlichen Industrieländern äusserst gering. Es gab kaum Preissteigerungen bei den Gütern des täglichen Bedarfs, die den Index der Konsumentenpreise bestimmen. Diese Entwicklung war erstaunlich, da die Geldmenge in dieser Zeit zum Teil sehr stark angestiegen ist und nach den Erkenntnissen der Wirtschaftstheorie eine steigende Geldmenge zu höheren Preisen und zu Inflation führen muss.

Bei einer wachsenden Geldmenge steht immer mehr Geld einer unveränderten Gütermenge gegenüber, was nach den Gesetzen von Angebot und Nachfrage eigentlich zu höheren Preisen führen müsste. In den 70ern sowie 80er Jahren hatte die Marktsituation auch tatsächlich immer wieder zu hohen Inflationsraten geführt. Die 90er Jahre und v.a. auch die Zeit nach 2000 waren aber durch die Globalisierung der Weltwirtschaft geprägt:

In dieser Zeit sind nicht nur die Zölle massiv zurückgegangen, sondern auch die Kommunikation und die grenzüberschreitende Zusammenarbeit sind durch Internet und andere Kommunikationsmittel wesentlich einfacher geworden. Diese erlaubt es, die Herstellung von Gütern, aber auch die Erbringung von Dienstleistungen in Ländern wie China oder Indien zu verlagern. Diese Entwicklung hatte folgende Konsequenzen:

- Die **tiefen Herstellungskosten führten zu tiefen Konsumpreisen** in den westlichen Industrieländern. Tiefe Preise gab es dabei nicht nur bei den importierten Waren selbst, sondern auch bei lokal hergestellten Produkten. Wenn sich einheimische Hersteller im scharfen Preiswettbewerb halten wollten, mussten sie nämlich ihre eigenen Preise ebenfalls senken und dem Markt anpassen, was meist nur durch Massnahmen zur Produktivitätssteigerungen d.h. durch den Abbau von Arbeitskräften möglich war.
- Die tiefen Preise führten zu einer geringen Inflation und in einigen Ländern mit starker Währung, sogar zu Deflationserscheinungen. **Die niedrigen Preise führten aber auch zu höherem Wohlstand der Konsumenten, da sich die Konsumenten mehr für ihr Geld leisten konnten.**
- Bezahlt wurden der Wohlstandsgewinn und die tiefen Preise aber durch die **Verschiebung von Arbeitsplätzen**; weil Güter- und Dienstleistungen nun in Billiglohnländern erzeugt wurden, wurden in den Industrieländern zwangsläufig Arbeitsplätze abgebaut. Die heute sehr hohe strukturelle Arbeits-

