

INVICO® ASSET MANAGEMENT

FINANZBRIEF



August 2008

Ein Jahr Krise des Finanzbereichs

Vor ungefähr einem Jahr begann die Finanzkrise. In dieser Zeit traten die ersten Gerüchte über Probleme des amerikanischen Hypothekarmarkts auf, und die UBS wechselte ihren CEO, der noch im Vorjahr "Banker des Jahres" gewesen war! Seither ist sehr viel passiert: Grossbanken mussten riesige Abschreibungen vornehmen, wobei **sich die UBS in diesem Bereich besonders negativ profilierte. Ein Jahr Finanzkrise lädt zum Rückblick auf die Ursachen und zum Ausblick auf die weitere Entwicklung ein.**

Die Ursache der heutigen Finanzmisere liegt darin, dass die Geschäftsbanken bei der Finanzierung von Hypotheken auf amerikanischen Wohnliegenschaften viel zu locker vorgingen. Wie jede Blase, die explodiert, begann die Krise am amerikanischen Hypothekemarkt ganz unauffällig. Anfangs dieses Jahrzehnts entdeckten einige Finanzprofis, dass **zweitklassige Hypotheken auf amerikanischen Wohnliegenschaften eine hohe Rendite abwarfen** und mit relativ geringen Risiken verbunden waren. Die Hausbesitzer taten nämlich in schwierigen finanziellen Situationen alles, um ihre Zins- und Amortisationszahlungen zu leisten, **da sie ihr Haus nicht verlieren wollten.**

Der Verlust des Eigenheims bedeutete einen derart massiven sozialen Abstieg, dass der durchschnittliche Hausbesitzer zuerst alle anderen Ausgaben einschränkte, bevor er sein Haus gefährdete. Daher konnten mit diesen zweitklassigen Hy-

potheken im Vergleich zum Risiko ausserordentlich hohe Renditen erzielt werden. **Dies führte in den letzten Jahren bis 2007 zu einem stetig steigenden Geldstrom in den amerikanischen Hypothekemarkt.**

Wegen der günstigen Risiko/Rendite-Verhältnisse drangen viele Finanzinstitute in den amerikanischen Hypothekemarkt ein, die **keinerlei Ahnung vom amerikanischen Liegenschaften- und Hypothekemarkt hatten.** Dieser massive Zustrom von Geldern veränderte den Markt entscheidend, was den betreffenden Banken aber leider entging.

**Eine Nische wurde aufgebläht
bis sie unprofitabel wurde**

Banken und institutionelle Anleger finanzierten immer mehr Hauskäufer, welche sich ein Haus überhaupt nicht leisten konnten, wobei diese mit sehr tiefen Zinsen und drei bis vier amortisationsfreien Jahren ange-lockt wurden.

Die Hypothekarinstitute begannen letztlich auf "Teufel-komm-raus" Kredite zu schreiben, da die Nachfrage der Banken nach Hypothekarpaketen riesig war. Das billige Geld verführte viele Hauskäufer dazu, Zweit-, Dritt- und Viertwohnungen zu kaufen und in dieser Weise zu finanzieren.

Seite 1	Ein Jahr Krise des Finanzbereichs	Stagflation– Gefahr für Ihr Vermögen	Seite 8
Seite 4	Alternative Energie - Solarenergie	Trusts in der Schweiz - Aktuelle Entwicklungen	Seite 10
Seite 6	Der schwache Dollar	Ladies Asset Management	Seite 11

Bei diesen Objekten funktionierten die anfänglich positiven Eigenschaften zweitrangiger Hypotheken nicht mehr. Sobald die Hauskäufer finanzielle Schwierigkeiten hatten, zahlten sie bei Zweit- und Drittliegenschaften die Hypothekarzinsen und Amortisationen nicht mehr, sondern **liessen das Objekt fallen. Nur der Verlust des Hauptwohnsitzes schmerzt emotional und ist mit sozialem Abstieg verbunden.** Deshalb hat der amerikanische Hauseigentümer nur um seinen Erstwohnsitz gekämpft.

Bei weiteren Objekten hat er diese Bindung jedoch nicht. Dieses Vorgehen wird dadurch begünstigt, dass **bei Überschuldung die amerikanischen Hypotheken der Bank normalerweise nur ein Recht geben, auf die Immobilie und nicht auf den Eigentümer zurück zu greifen.** Diese Situation ist ganz anders als in Europa, wo der Hypothekarschuldner persönlich haftet und belangt werden kann.

Trotz dieser massiven Verschlechterung der Qualität der Hypotheken passierte bis 2007 nichts. Die gute Wirtschaftslage und der Umstand, dass die

US Hypotheken nur durch Objekt gesichert

meisten schlechten Schuldner noch von den "Lockvogelbedingungen" der ersten Vertragsjahre profitierten, führten zu einer relativ tiefen Ausfallquote. Umso schlimmer kam es Mitte 2007, als die Vorzugsbedingungen änderten und die Schuldenlast für die Hauseigentümer drückend wurde. Plötzlich waren die Banken mit dem Problem konfrontiert, dass die Schuldner ihre Zinsen nicht mehr zahlen konnten und die Hypotheken keinen Wert mehr aufwiesen.

Die oben **dargestellte Entwicklung zeigt ein für "Finanzblasen" typisches Bild.** Zunächst entdecken einige findige Investoren einen Nischenmarkt, in welchem grosse Renditen erwirtschaftet

werden können. **Sobald dieser Geheimtipp bekannt wird, fliesst sehr viel Kapital** in diesen Bereich, was dazu führt, dass das Angebot künstlich vergrössert und qualitativ verschlechtert wird.

Das gleiche Bild hatte sich im Jahr 2000 im Internetmarkt ergeben, wie Sie sich bestimmt erinnern mögen. **Nachdem das Potential des Internetmarktes entdeckt wurde, wollten sich alle Anleger an Internetfirmen beteiligen.** Dies führte da-

Die Banken kannten den Markt nicht

zu, dass sehr viele fundamental schlechte Firmen gegründet wurden und mittels eines IPO unter die Investoren gebracht wurden. Dieses Geld war sehr bald verloren.

Bei der US-Hypothekenkrise ist allerdings erstaunlich, dass **Banken als professionelle Marktteilnehmer derart tief in eine Blase einbezogen wurden und die höchsten Verluste erlitten haben.** Dabei verletzten diese Banken einen wesentlichen Geschäftsgrundsatz. **Sie haben in Märkte investiert, die sie nicht wirklich kannten.** Keines der europäischen Finanzinstitute, das grosse Abschreibungen tätigen musste, kannte den amerikanischen Hypothekenmarkt. Andernfalls hätten sie die Bonität der zweitklassigen Hypotheken richtig einschätzen können. Die Banken verliessen sich auf die Bewertungen der Ratingagenturen, die aber wiederum nicht auf fundamentalen Daten beruhten, sondern auf komplexen Konstruktionen der Hypothekepakete, die mathematisch berechnet und durch Kreditversicherungen abgesichert wurden.

Diese "künstliche" Bonität und das damit errungene Rating **hätte von den Banken kritisch hinterfragt werden müssen.** Bei einer genauen Analyse wäre aufgefallen, dass aus schlechten Hypotheken keine Triple-A Anlagen werden können, nur weil sie in Pools verpackt werden und weil Versicherungsgesellschaften mit wenig Eigenkapital eine Kreditversicherungspolice abgaben.



Der Mangel an kritischer Analyse zeigt eine Lücke im Risiko Management der Banken auf, die aus heutiger Sicht **und in Anbetracht der Löhne, die in diesem Bereich bezahlt werden, als unverständlich erscheint.** Letztlich kann dies wahrscheinlich nur damit erklärt werden, dass die Leitungsorgane der Banken einem ungeheuren Volumen- und Erfolgsdruck ausgesetzt waren und selber finanzielle Anreize hatten, die ein risikoreiches Vorgehen begünstigten. Das Management erhält damit riesige Bonus-Zahlungen und Marktgewinne auf Optionen. **Wenn die Bank jedoch Geld verliert, muss das Management nichts zurückzahlen und der einzige Verlierer ist der Aktionär.**

Problematisch war aber auch, dass jede Bank für sich allein mit mathematischen Modellen ihr Risiko

Systemrisiken unterschätzt

bewertete und dabei im Wesentlichen berechnete, wie viel Geld sie an einem Tag verlieren könnte, wenn sie alle ihre problematischen Anlagen am Abend verkaufen würde (dies ist als "Value at Risk"-Berechnung bekannt). Auf dieser Basis kamen die betreffenden Banken auf akzeptable Verlustzahlen, die weit weg von einer existentiellen Krise waren.

Leider haben die Mathematiker, die diese Modelle berechneten, nicht auf das Systemrisiko geachtet. Wenn jede Bank die gleiche Berechnung anstellt, weil sie die gleichen Papiere gekauft hat, kann logischerweise **keine Bank am Abend ihre Papiere verkaufen, da es keine Kufer geben wird, sondern nur Verkäufer**, die alle versuchen, ihre Papiere los zu werden!

Diese Betriebsblindheit hat letztlich zur Katastrophe geführt. Als sich das Risiko zeigte, konnte keine einzige Bank mehr die gefährdeten Titel verkaufen, da kein Markt mehr existierte. Die Banken mussten vielmehr diese Papiere in ihrer Bilanz behalten und jeden Tag auf Grund neuer Modellberechnungen

weitere Abschreibungen vornehmen. **Verkäufe waren, wie das Beispiel der UBS zeigte, nur noch mit ausserordentlichen Anstrengungen und grossen Abschreibungen möglich.** (Bei einem Verkauf musste die UBS den grössten Teil des Kaufpreises gleich selber wieder durch einen Kredit finanzieren).

Aus dieser Hypothekarkrise sind folgende Lehren zu ziehen:

„Schuster bleib bei deinen Leisten“

Banken und auch andere Unternehmen sollten nur in den Bereichen tätig sein, die sie tatsächlich kennen. Entsprechend sollten Anleger Unternehmen meiden, die aus Diversifikationsgrunden oder schlicht zur Umsatzsteigerung in Gebiete eindringen, die sie nicht beherrschen.

Niemand ist vor der Blasenbildung gefeit

Man kann Blasen aber dadurch erkennen, dass ein Nischenmarkt plötzlich aussergewöhnlich beliebt wird und grosse Volumen darin investiert werden, so dass der Markt diese Mengen ökonomisch gar nicht mehr verarbeiten und tragen kann.

Mathematische Modelle sind gefährlich,

wenn sie nicht die Gesamtzusammenhänge der Märkte berücksichtigen. Sie sind verführerisch, weil sie vorgeben, dass Risiken präzise berechenbar und darstellbar sind. Diese Genauigkeit ist jedoch immer nur eine Scheingenauigkeit, da die Basis der mathematischen Modelle selbst nicht mathematisch nachgewiesen werden kann. Diese Grundlagen müssten mit gesundem Menschenverstand und ökonomischer Kenntnis begutachtet werden, was häufig zeigt, dass die ganze Mathematik nur hypothetisch ist und den Gegebenheiten im Alltag nicht standhält.

Unglücksfälle sind auch Chancen. Die Hypothekarkrise hat dazu geführt, dass die Kurse verschiedener Aktien, wie z. B. der UBS, massiv zurückgegangen sind. Dieser Rückgang birgt Chancen, da die UBS nicht untergehen, sondern sich nach Bereinigung der Hypothekarportefeuilles wieder erholen wird. Anleger, die den Mut haben, zu tiefen Kursen einzusteigen, können daher vom künftigen Anstieg massiv profitieren.



Alternative Energie - Solarenergie

Die höheren Erdölpreise haben dazugeführt, dass die Energiekosten im Allgemeinen massiv gestiegen sind. Auf Grund dieser Preissteigerung sowie wegen der Klimaprobleme, die bei der Verbrennung von Erdöl und Erdgas entstehen, werden nun die alternativen Energien interessant.

Im Vordergrund geht es vor allem um Atomenergie, Sonnenenergie und Windenergie. Diese haben allerdings sehr unterschiedliche Charakteristika:

Atomenergie

Atomenergie war während vieler Jahre das Prügelkind aller grünen Politiker. Sie hat sich nun aber während über fünfzig Jahren bewährt und ist eine Energiequelle ohne CO²-Ausstoss. Ein Atomkraftwerk liefert nicht nur saubere, sondern auch sehr viel Energie. Ein einziges Atomkraftwerk produziert heute durchschnittlich mehr als 5'500 Gigawatt, was ein grosser Beitrag an die Energieversorgung eines Landes ist.

China setzt daher zur Entwicklung seiner Energiequellen primär auf Atomenergie und **will in den nächsten Jahren 30 bis 40 Atomkraftwerke bauen.**

Andere Länder, die ein weniger verkramptes Verhältnis zur Atomenergie haben als gewisse europäische Länder, eifern China nach, und so werden in den USA zurzeit 45 neue Atomkraftwerke geplant. Damit wird die **Atomenergie wahrscheinlich eines der stärksten Wachstumspotenziale der nächsten Jahre werden.** Es ist zu vermuten, dass auch die westeuropäischen Staaten trotz der vielen fundamentalen Atomgegner zur Besinnung kommen werden und anerkennen, dass mit einem Atomkraftwerk genügend saubere Energie erzeugt werden kann, um Energielücken zu füllen. Dies ist mit Gaskraftwerken nicht möglich, weil deren Ausstoss die Umwelt belastet und mit Windenergie nicht machbar, weil nicht genügend Energie produziert werden kann.

Solarenergie

Praktisch überall auf der Welt gibt es Sonneneinstrahlung, die zur Energieerzeugung genutzt werden kann. Langfristig gesehen ist die direkte Umwandlung von Sonneneinstrahlung in Elektrizität mit Hilfe von Solarzellen die effizienteste und effektivste Methode. In den letzten Jahren wurde die Effizienz dieser Solarzellen stark gesteigert und gleichzeitig konnten die Herstellungskosten gesenkt werden. Dies dürfte dazu führen, dass der Solarstrom im Verhältnis zum Strom, der durch Erdöl- oder Erdgasverbrennung gewonnen wird, wettbewerbsfähig wird, sofern die Erdölpreise hoch bleiben.

Solarenergie steht vor grossen Entwicklungen

Die Entwicklung der Solarenergie ist aber noch nicht an ihrem Ende angelangt. Wir sind überzeugt, dass die Effizienz der Solarzellen noch einmal stark gesteigert werden kann und die Herstellungskosten in den nächsten Jahren mindestens halbiert werden können. Weil es dabei auch zu technischen Durchbrüchen kommen kann, ist im **heutigen Markt noch nicht klar, wer als Sieger, bzw. bester Hersteller von Solaranlagen im Markt bestehen wird.** Es könnte eine der Solarfirmen sein, die sich heute als junge Unternehmen im Markt profilieren oder aber ein Gigant (wie z. B. General Electric), welcher diesen Markt zu bearbeiten beginnt. Das INVICO[®]-Analyseteam beobachtet daher die verschiedenen Hersteller genau.

Windenergie

Windenergie wird gerade in Deutschland und in den nordischen Ländern staatlich sehr stark gefördert und subventioniert, weshalb Windstrom überhaupt an die Konsumenten verkauft werden kann. Selbst bei hohen Erdölpreisen sind Windenergieanlagen nicht konkurrenzfähig.



Ein Windkraftwerk ist nichts anderes als eine Turbine, welche von Windkraft und nicht von Wasserkraft angetrieben wird. Diese Technologie ist schon lange bekannt und ziemlich ausgereift. **Im Gegensatz zum Solarstrom sind deshalb weniger technologische Fortschritte zu erwarten, welche die Effizienz steigern würden.** Mit Windenergie wird genau wie mit Sonnenergie "saubere" Energie erzeugt. Dafür stellt ein Windmühlenpark ein **ästhetisches Problem** dar. Die gleichen Politiker, die sich für erneuerbare Energien einsetzen, verbieten daher Windstromanlagen häufig aus Gründen des Landschaftsschutzes. Damit dürfte der **Anwendungsbereich von Windenergieanlagen letztlich beschränkt bleiben** und vor allem noch längere Zeit von Subventionen abhängen.

Gegenüber Atomkraft werden haben **Windenergieanlagen den Nachteil, dass sie pro Einheit relativ wenig Energie erzeugen.** Ein Windkraftwerk produziert durchschnittlich zwischen 1'000 und 1'500 Megawatt und unter besten Voraussetzungen (z. B. in der Wüste) belegen zehn Anlagen einen Quadratkilometer.

Die Voraussetzungen im Schweizer Gelände verringern die Dichte enorm, so stehen z. B. im Windpark beim Mont-Crosin acht Windturbinen, welche auf ca. vier Quadratkilometern verteilt sind. **Um dieselbe Menge Energie zu produzieren wie ein durchschnittliches Atomkraftwerk, müssten also Windanlagen auf einer Fläche wie der Kanton Obwalden (rund 490 km²) verteilt werden, wobei keine Berge und Seen die Belegungsdichte verkleinern dürften.**

Platzgründe sowie Planbarkeit und Zuverlässigkeit der Energiegewinnung bedingen, dass Windkraft auch in Zukunft nur als Ergänzung verwendet werden kann und niemals die herkömmliche Stromerzeugung ersetzen wird.

Diese Übersicht über Alternativenenergien zeigt, dass der Energiebedarf der Welt nicht zwingend durch Erdöl und Erdgas gedeckt werden muss, sondern dass andere Methoden zur Verfügung stehen. **Der Anstieg der Erdölpreise hat dazu geführt, dass diese alternativen Energien wieder attraktiver**

werden und dass Nuklearenergie erneut salonfähig wird. Dies ergibt für die betreffenden Industriezweige wiederum starke Impulse. Unternehmen, die in der Atom-, Solar- oder Windenergie tätig sind, gewinnen grundsätzlich an Attraktivität. Das INVICO[®]-Analyseteam sieht vor allem im Atom- und Solarbereich Chancen. Leider sind **Unternehmen aus dem Sektor Solarenergie sehr hoch bewertet und es ist unklar, wer als "Sieger" aus dem Rennen hervorgehen wird.** Daher kann es in diesem Bereich zu grossen Enttäuschungen kommen. Wir analysieren jedoch die betreffenden Unternehmen dauernd und suchen den richtigen Zeitpunkt, um beim "Winner" einzusteigen.

Auch die Politik beschäftigt sich wieder vermehrt mit den Möglichkeiten der alternativen Energien, wie bereits in den siebziger Jahren. Der Erdölpreisanstieg führte damals wie heute dazu, dass diese Industrien attraktiv wurden. Problematisch war, dass die alternativen Energien nach dem Rückgang der Erdölpreise wieder völlig vernachlässigt wurden und damit wertvolle Jahre der Ent-

Atom- und Solarenergie sind salonfähig

wicklung verloren gegangen sind. Es ist zu hoffen, dass die politischen Kreise, die sich heute für Alternativenenergien stark machen, sich auch tatsächlich nachhaltig für diese Energieformen einsetzen und das Thema nach einem Rückgang der Erdölpreise nicht einfach fallen lassen.

Die Industrienationen haben nun die Chance, in den nächsten 10 bis 20 Jahren alternative Energien so zu entwickeln, dass diese mit der konventionellen Energieerzeugung aus Erdöl und Erdgas wettbewerbsfähig und einsetzbar werden.

Nur wenn unabhängig von der Erdölpreisentwicklung konsequent an diesem Ziel gearbeitet wird, kann die Energie- und gleichzeitig die Klimasituation nachhaltig verbessert werden.



Der schwache Dollar

Vor einigen Jahren wurde ein Dollar noch zu CHF 1.80 gehandelt. Heute liegt der Wechselkurs bei rund einem Schweizerfranken pro Dollar, also 44% tiefer. Dieser Rückgang ist darauf zurück zu führen, dass die USA wesentlich mehr Güter und Dienstleistungen importieren als sie exportieren - das Leistungsbilanzdefizit, das daraus resultiert, belief sich im letzten Jahr auf rund USD 750 Mia. Das Land lebt dementsprechend schlicht über seine Verhältnisse - es gibt gesamthaft mehr aus als es einnimmt.

Wie wir schon in früheren Finanzbriefen dargelegt hatten, muss eine derartige Situation zwangsläufig zu einer Abwertung des US Dollars führen, **weshalb wir den Kursrückgang auf lange Sicht voraussagen konnten.**

Bei einem solch gigantischen Leistungsbilanzdefizit könnte der Dollar nur stabil bleiben, wenn Ausländer jährlich eine gleich hohe Summe in den USA investieren und damit wieder Dollar in das Land zurückbringen würden. Kommt es nicht

Die USA leben über ihre Verhältnisse

zu diesem Rückfluss, so entsteht im Ausland durch das Leistungsbilanzdefizit ein **Dollar-Überschuss, der automatisch zu tiefen Wechselkursen führen muss.**

Nach einer Abwärtskorrektur des USD in den Jahren 2002/2003 ging der Dollar von CHF 1.80 auf CHF 1.30 im 2007 zurück. Ausländische Unternehmungen investierten in dieser Zeit tatsächlich die für einen Ausgleich des Leistungsbilanzdefizits notwendigen Mittel in den USA. Sie haben Aktien und Immobilien erworben und - weil die Zinsen in den USA höher waren als in den übrigen Industrieländern - auch Obligationen und ähnliche festverzinsliche Titel gekauft.

Einige asiatischen Länder, die viele Güter in die USA exportieren, legten bewusst einen Teil ihrer Handelsüberschüsse und Notenbankreserven in amerikanischen Staatsanleihen an, um den Dollar zu stützen und so die eigenen Exporte zu fördern. Andere Marktteilnehmer, wie insbesondere einige **schweizerische und europäische Banken und Versicherungsgesellschaften, sind der Verlockung der hohen Zinsen in den USA erlegen und haben sich mit Hypotheken eingedeckt, die heute grösstenteils keinen hohen Wert mehr ausweisen.** Dieser Geldfluss in die USA versiegte allerdings in der zweiten Hälfte 2007, als die Immobilien- und Aktienmärkte zurück gingen und die amerikanische Notenbank zur Förderung der wirtschaftlichen Entwicklung die Zinsen senken musste, was amerikanische Obligationen unattraktiv werden liess.

Wenn der Dollar sinkt, stellt sich die Frage, wie weit dieser Rückgang geht. Das INVICO®-Analyseteam hat die Situation studiert und ist zu folgenden Schlüssen gekommen:

Kaufkraftparität:

Der Dollar liegt heute im Vergleich zu Westeuropa unter Kaufkraftparität, d. h. ein Europäer, der Euro oder Schweizerfranken in Dollar wechselt, kann in den USA mit diesem Geld mehr einkaufen als er in der Schweiz einkaufen kann. **Versuchen Sie es selbst und besuchen Sie Amazon oder andere Online-Verkaufsgeschäfte.** Die tiefen Preise werden Ihnen sofort auffallen. Typischerweise pendeln sich Währungen im langfristigen Trend immer bei der Kaufkraftparität ein. Die Kaufkraftparität spricht daher heute tendenziell für eine **Erholung des Dollar-Kurses.**

Höhere Exporte:

Der schwache Dollar stimuliert Exporte und reduziert Importe. Der Rückgang des Dollar-Kurses führt dazu, dass **die in den USA produzierten**



Güter und Dienstleistungen im Ausland attraktiver werden, da ihre Preise sinken.

Gleichzeitig werden importierte Dienstleistungen und Güter in die USA für die amerikanischen Konsumenten teurer, weshalb dessen Attraktivität im Wettbewerb mit amerikanischen Konkurrenten nachlässt. Diese Bewegung muss logischer Weise zu einer **Verringerung des Leistungsbilanzdefizits führen und stimuliert die wirtschaftliche Entwicklung**. Problematisch ist allerdings, dass dieser Mechanismus beim Hauptproblem, nämlich dem Erdöl, wenig nützt, da sich die Nachfrage nach Erdöl und anderen Energieträgern bei einem Preisanstieg nur sehr träge verringert und Importe nicht durch eigene Erzeugnisse ersetzt werden können. Hier wäre ein Umdenken der Amerikaner notwendig. **Sie müssten ihren horrenden Energiebedarf einschränken oder verstärkt durch alternative Energien abdecken.**

Konjunkturelle Entwicklung in den USA:

Amerika war das erste westliche Industrieland, welches in eine Rezession geraten ist und wird

Dollar steigt kurzfristig, folgt aber einem langfristigem Abwärtstrend

nun **das Erste, das sich von der Rezession erholen wird**, da die USA auf Grund ihrer sehr liberalen Arbeitsmarktpolitik Strukturprobleme und Anpassungen relativ schnell hinter sich bringen.

Negative Sparquote und Schuldenmentalität:

Eines der grossen Probleme der USA liegt darin, dass weder die Konsumenten noch der Staat ihre Ausgaben im Griff haben. Die Konsumenten hatten in den letzten Jahren eine negative Sparquote, d. h. sie haben einen Teil ihres Konsums mit Krediten finanziert. Das gleiche gilt auch für den Staat, der wesentlich mehr ausgibt als er einnimmt und ein massives Haushaltsdefizit anhäuft.

Während die ersten drei Faktoren eher für einen Anstieg des Dollars sprechen, stellen die Schuldenmentalität und die **ungezügelter Ausgaben ein grosses Problem** dar. Ohne strukturelle Änderungen dürfte eine nachhaltige Erholung des Dollars nicht möglich sein. Solange die USA über ihre Verhältnisse leben, wird der Dollar langfristig schwach bleiben, **d. h. der Dollar wird in zehn Jahren tiefer sein als heute**. Das INVICO[®]-Analyseteam geht davon aus, dass der Dollar zyklisch schwanken wird, dabei aber langfristig einem Abwärtstrend folgt.

Haushaltdefizit beim US-Staat und dessen Konsumenten

Das INVICO[®]-Analyseteam ist der Ansicht, dass der **Dollar ungefähr am Tiefpunkt des jetzigen Zyklus** ist. Wir rechnen daher damit, dass der Dollar in den nächsten 12 Monaten stabil bleibt oder höchstens noch um fünf bis sieben Prozent weiterhin zurückgeht. **Bei einer Erholung der amerikanischen Konjunktur wird der Dollar im Jahre 2009/2010 wieder auf ungefähr CHF 1.20 bis 1.25 steigen**. Die früher erreichten Höchstkurse von CHF 1.80 oder 1.50 wird er nach unseren Modellrechnungen nicht mehr erreichen, da der langfristige Trend gegen den Dollar spricht.

Unsere Wechselkursprognose zeigt, dass amerikanische Aktien, die wir in den letzten Jahren wegen Wechselkursproblemen vermieden hatten, für die nächsten drei bis vier Jahre wieder attraktiv werden können. Das INVICO[®]-Analyseteam analysiert dementsprechend heute amerikanische Titel und wird diese in den nächsten sechs Monaten in Kundendepots einbringen. Ein schneller Einstieg ist allerdings nicht notwendig; zurzeit zeigen die Trends am Aktienmarkt eher noch auf Baisse.



Stagflation - Gefahr für Ihr Vermögen

Zurzeit zeichnet sich in der ganzen Welt ein starker Inflationstrend ab, der im Wesentlichen von einer Verteuerung der Rohstoffe ausgelöst wird, die wie eine Steuer wirkt.

Die Preise für Erdöl und andere Energieträger sind in den letzten drei Jahren massiv gestiegen – der Preis für Erdöl hat sich dabei von rund USD 40 auf ungefähr USD 130 (mit einer Höchstmarke von USD 147) mehr als verdreifacht. In den letzten 18 Monaten sind aber auch die Preise für Metalle und vor allem für Nahrungsmittel sehr stark gestiegen.

Auslöser dieser Preissteigerungen sind die Schwellenländer, allen voran China und Indien, wo sowohl der Energie-, wie der Nahrungsmittelbedarf stark gewachsen ist. Während in den westlichen Industriestaaten der Bedarf nach Grundnahrungsmitteln kaum mehr ansteigt, da eine gewisse Sättigungsgrenze erreicht worden ist, führt bereits eine **relativ geringe Veränderung der Essgewohnheiten in Indien oder China zu einem massiven Anstieg der Nachfrage**.

Das Gleiche gilt für den Erdölverbrauch. Zurzeit verbraucht jeder Amerikaner pro Jahr 25 Fass Öl. In China werden pro Kopf der Bevölkerung zwei Fass Öl verbraucht, in Indien weniger als ein Fass. Nimmt der Pro-Kopf-Verbrauch in diesen beiden

Hohe Nachfrage nach Energie & Lebensmitteln in China und Indien

Ländern nur um ein Fass pro Jahr zu, so ergibt sich daraus eine Steigerung der Nachfrage von 2,4 Milliarden Fass Öl. Nachdem die Nahrungsmittelproduktion nur relativ langsam gesteigert werden kann, nimmt die Lieferkapazität von Erdöl und anderen Energieträgern eine sehr lange Zeit in Anspruch, was bei einem derartigen Anstieg der Nachfrage sofort zu Preiserhöhungen führt.

Höhere Preise bei Erdöl, Metallen und Nahrungsmitteln führen zu einem starken inflationären Druck. Die Produktionskosten für Nahrungsmittel sowie aller Produkte, für deren Produktion Energie benötigt wird oder die auf Erdölderivaten beruhen, werden steigen. Da es nicht möglich ist, diese Kostensteigerung durch Auslagerung in Tieflohnländer,

Hohe Rohstoffpreise und Stagnation

zu kompensieren, werden sie auf die Konsumenten abgewälzt. Bei einer Produktion in Tieflohnländern, z. B. den Schwellenländern sind die Löhne zwar tiefer, die Rohstoffkosten bleiben aber genau gleich hoch. Damit nützt die Kostensenkung durch Produktionsverlagerung in Billiglohnländer, die den Industrieländern über zehn Jahre inflationsfreies Wachstum geschenkt hat, heute nichts mehr. Im Gegenteil – **zurzeit steigen die Lohnkosten in den Schwellenländern sehr rasch an, da der Anstieg der Nahrungsmittelpreise zwangsläufig zu Lohnsteigerungen führen muss**. Die steigenden Löhne in China und in Indien führen zu einer Verteuerung der in diesen Ländern hergestellten Waren, sodass aus dieser Richtung ein zusätzlicher Teuerungsdruck kommt.

Die Preiserhöhungen bei Erdöl und Nahrungsmitteln haben auch negative Konsequenzen für die Konsumenten. Diese **Preiserhöhungen reduzieren die Kaufkraft der Verbraucher**, da die Mehrausgaben für Energie und Nahrungsmittel das für andere Güter verfügbare Einkommen reduzieren. Dieser Nachfragerückgang reduziert das gesamte Wirtschaftswachstum und kann in einzelnen Ländern sogar zu einer Rezession führen. Diese Probleme zeigen sich vor allem in den USA, wo z. B. die Umsätze der Automobilindustrie in den letzten zwei Monaten richtiggehend zusammengebrochen sind.



Die seltene Kombination von Preissteigerungen und Stagnation bzw. Rückgang der Wirtschaftstätigkeit wird als Stagflation bezeichnet. Typischerweise nimmt die Inflation ab, sobald das Wirtschaftswachstum sinkt, weil die Unternehmen dann gezwungen sind, ihre Preise zu reduzieren. In der heutigen Situation führt **die Stagnation der Wirtschaft aber nicht zu einem Rückgang der Preise, da das Preisproblem nicht von den Industrieunternehmen ausgeht, sondern von den Rohstoffproduzenten**, die – mindestens was die Ölproduzenten betrifft – durch Kartellstrukturen die Preise notfalls künstlich hochhalten, indem sie die Produktionsmenge reduzieren.

Die Kombination von Stagnation und Inflation ist für die Notenbanken äusserst problematisch, da die normalen Mittel zur Bekämpfung von Inflation und Wirtschaftsfalut in dieser Situation nicht taugen. Die Notenbanken können in Anbetracht der Inflation die Zinsen nicht senken, um das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Andererseits tragen aber auch Zinserhöhungen nicht zur Inflationsbekämpfung bei, da diese nicht zu einer Senkung der Rohstoffpreise führen.

Hohe Rohstoffpreise und Stagnation

Eine ähnliche Situation gab es bereits anfangs der **70er-Jahre. In der damaligen Erdölkrise hatte sich der Preis für das Erdöl ebenfalls verdreifacht** und die Preise für Nahrungsmittel und Rohstoffe waren ebenfalls gestiegen. Diese sehr problematische Situation führte damals zu einer ausgeprägten Rezession und zu einem starken Strukturwandel in der Wirtschaft.

Unser Analyseteam geht zwar von einer Stagflation aus, ist aber der Ansicht, dass es eben nicht zu den gleich tief greifenden Problemen kommt, wie anfangs der 70er-Jahre, da heute die Kapazitäten in den Industrieländern nicht erschöpft sind und in den meisten Ländern – anders als in den 70er-Jahren – noch keine Lohn-/Preisspirale in Gang gekommen ist. **Damit dürfte der Wirtschaftsrückgang deutlich geringer ausfallen als anfangs der 70er-**

Jahre. In einzelnen Schwellenländern kann es aber zu grundlegenden Strukturanpassungen und Rezessionserscheinungen kommen.

Welche Lehren sollte man als Anleger aus der heutigen Situation ziehen:

Investitionen in Sachwerte

Die Erfahrung zeigt, dass Sachwerte, insbesondere Immobilien, in Zeiten von Stagflation die beste Performance aufweisen. Die Steigerung der Mietzinsen schützt vor den Folgen der Inflation und führt dazu, dass die Eigentümer sogar von Wertsteigerungen profitieren. In diesem Sinne **empfehlen wir weiterhin Investitionen in schweizerische Immobilienfonds und Immobilienaktien.**

Problematisch sind dagegen Immobilieninvestitionen in Schwellenländern. In diesen Ländern kann es gerade in der Bauwirtschaft und im Immobiliensektor zu empfindlichen Korrekturen kommen, weshalb wir zurzeit von derartigen Investments absehen.

Investitionen in Schwellenländern meiden

In verschiedenen Schwellenländern steigt die Inflation rasant, wobei in diesen Ländern die Löhne stark gestiegen sind. Dies kann zu heftigen und für die Anleger ungünstigen Strukturanpassungen führen, insbesondere da die Energiepreise stark vom Staat subventioniert werden und mit einem Abbau dieser Zuschüsse gerechnet werden muss.

Nebenwerte meiden

In Zeiten wirtschaftlicher Unsicherheit sollten Investitionen in Nebenwerte vermieden werden, da diese Werte bei Baissen völlig illiquid werden und nur noch mit hohen Verlusten verkauft werden können.

Chancen wahrnehmen

Die Stagflation der 70er-Jahre mündete in einer der grössten Haussen des 20. Jahrhunderts. Auch die heutige Situation wird wieder Chancen bringen, die wir für unsere Anleger nützen werden.



Trusts in der Schweiz - Aktuelle Entwicklungen

Am 1. Juli 2007 ist in der Schweiz das Haager Trust Übereinkommen in Kraft getreten, welches die Anerkennung von Trusts in der Schweiz sowie das anzuwendende Recht regelt.

Erfreulich ist nun, dass die Eidgenössische Steuerverwaltung bezüglich der Besteuerung von Trusts einen pragmatischen Weg einschlägt: Trusts sollen in der Schweiz für Ausländer steuerfrei sein. Auf Trusts, welche von Personen mit Schweizer Wohnsitz errichtet werden, gelangen dagegen die kantonalen Schenkungs- und Erbschaftssteuerbestimmungen analog zur Anwendung.

Trusts eignen sich für Patchworkfamilien

Die Schweiz stärkt dadurch den Standort für Trusts und zählt nun im internationalen Vergleich zu den attraktivsten Finanzplätzen für Trusts.

Der Trust bietet – wie an dieser Stelle schon gezeigt worden ist - äusserst flexible Möglichkeiten für Nachlass- und Steuerplanungen. Für internationale Familien - insbesondere für „Patchwork“ Familien - bietet der Trust individuelle Lösungen. Dies soll folgendes Beispiel veranschaulichen:

Ein international tätiger Unternehmer mit Wohnsitz in der Schweiz sucht eine langfristige und wirkungsvolle Nachlassplanung für seine Gesellschaften und Immobilien. Er ist geschieden, seine ehema-

lige Frau lebt in Hamburg, sein Sohn mit seiner Familie in London, und seine Tochter ist ebenfalls in der Schweiz wohnhaft. Alleine durch diese Lösung wird der Sohn beim Erbgang nicht oder mit viel tieferen Steuern belastet, als dies ohne Trust der Fall wäre.

Unternehmerische Freiheit und Berücksichtigung der Familie

Die Gesellschaften und Immobilien werden mittels eines Trusts so strukturiert, dass einerseits die unternehmerische Freiheit gewahrt wird und andererseits der gegenwärtigen familiären Situation mit Hinblick auf das Ableben des Unternehmers Rechnung getragen wird.

Im Vordergrund stehen dabei Fragen betreffend Ehegüter- und Erbrecht, Schenkungs- und Erbschaftssteuern, Einkommensteuern und internationaler Doppelbesteuerung.

Die Spezialabteilung im Bereich Trust und Corporate Services von INVICO® begleitet Sie gerne in sämtlichen Angelegenheiten betreffend Trusts.



Ladies Asset Management

Bis anhin zählen mehrheitlich Männer zu den Kunden der INVICO®. Deshalb definieren wir ein neues Geschäftsfeld, welches „umfassende Vermögensberatung für Frauen“ anbietet. Angesprochen werden Frauen jeden Alters.

Die Entwicklungen in der Bevölkerung zeigen, dass immer mehr Frauen beträchtliche Vermögenswerte besitzen. Oft wissen diese aber nicht, an wen sie sich wenden sollen oder stellen sich Fragen wie z. B.: „Wie soll ich mein Geld anlegen?, Ist das von der Bank vorgeschlagene Produkt wirklich das Produkt, welches meinen Bedürfnissen entspricht?, Wessen Interessen vertritt die Bank?“

Studien haben ergeben, dass Frauen gerne von Frauen beraten werden möchten und sich oft nicht zutrauen, das Vermögen selber zu verwalten. INVICO® hat deshalb eine Spezialabteilung für die Vermögensberatung für Frauen geschaffen: „Spezialistinnen beraten Frauen“.

Selbstverständlich sind auch Banken und Versicherungen nicht untätig geblieben und haben Frauen als Zielgruppe erkannt. Die Vorteile der INVICO® sind Unabhängigkeit, Flexibilität und keine Bindung an

vorgegebene Produkte. Dies erlaubt es, Frauen optimale Lösungen anzubieten. Wir wählen das für unsere Kundin beste Konzept aus, weil wir nicht an Verkaufsziele oder provisionsabhängige Produkte gebunden sind. Anlagestrategien werden auf Grund des Risikoprofils sowie der persönlichen Investmentstrategie getätigt und in Absprache mit unseren Kundinnen jederzeit angepasst.



Spezialistinnen beraten Frauen

Unsere Spezialistinnen bieten umfassende Betreuungen an und können gleichzeitig auf langjährige und professionelle Erfahrungen und Erfolge der INVICO® aufbauen.

Unser Ladies Asset Management Team wird von Frau Wettstein geführt. Sie bringt neben Ihrer Ausbildung in Betriebsökonomie vielfältige Erfahrungen in der Vermögensverwaltung sowie in der Steuerberatung mit.



Die INVICO® - Anlagestrategie für den August 2008:

- Sicherheitsstufe:** CHF und EURO übergewichten,
Kurz- / mittelfristige Obligationen oder Wandelanleihen (30%),
Immobilienfonds (20 %), Geldmarkt (20 %),
Immobilien-gesellschaften (30 %)
- Aufbaustufe:** Schweiz und Euroland übergewichten, USA als Diversifikation.
- Aktien: Holcim, Novartis, Roche, Richmont, Zurich FS, CS Group, Swatch, ABB,
Deutsche Bank, Allianz, SAP P&G, GE, Microsoft, XMTCH, EUROSTOXX
(beides Indexfonds) Royal Dutch, Total, Adecco, Swiss Re, ENI
- Wachstumsstufe:** Bucher, Synthes Inc., Huber & Suhner, Phonak, Komax, WMH, Tecan, QQQ,
Fonds Südostasien (max. 5 %), Japan-Fonds (10 %) Spekulativ: Swisslog, Implenia,
Ascom, Rosneft, Outotec, Small-Caps USA
- Bemerkungen:** Die Wirtschaft wird sich etwas abschwächen. Wir erwarten für das zweite Halbjahr
2008 eine dezidierte Wirtschaftsentwicklung. Die Energiepreise führen zu einer In-
flation. Wir bevorzugen die Schweiz und Euroland aus währungspolitischen Grün-
den; sehen die USA aber als erneutes Zugpferd.

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!