

FINANZBRIEF

Juli 2007

„The Trend Is Your Friend“ – Wie lange dauert diese Freundschaft?



Nach drei guten Börsenjahren fragen sich alle Anleger, wie lange die Hausse noch andauert. **Je höher die Preise steigen, desto grösser wird das Risiko eines Rückschlages**, der zu empfindlichen Verlusten führen kann. Viele Anleger sind hin und her gerissen zwischen der Angst, weitere Gewinne zu verpassen, wenn sie zu früh aussteigen und der ebenso grossen Angst, Verluste zu erleiden, wenn sie ihre Aktien zu lange halten. Wenn wir die langfristigen Trends und das Anlegerverhalten analysieren, so stellen wir folgendes fest:

Jährliche Korrekturen

Keine Hausse dauert ewig. Die Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten dauert normalerweise zwischen drei und fünf Jahren, wobei sie sich in dieser Zeit immer wieder um bis zu 10 % korrigieren, um sich anschliessend wieder zu erholen. In den letzten Jahren hat tatsächlich jährlich eine solche Korrektur stattgefunden, welche aber im Normalfall innert zwei Monaten wieder aufgeholt wur-

de.

Zeitliche Begrenzung

Da Haussen zeitlich begrenzt sind, wird auch die heutige Situation ein Ende finden - **die Frage ist nur wann. Auslöser der Baisse ist im Normalfall ein starker Zinsanstieg oder das Abgleiten in eine Rezession**. Eine derartige Situation bringt

Keine Hausse dauert ewig

typischerweise Verluste, die bis in die Höhe von 30 bis 40 % reichen. Bei hochspekulativen Titeln können die Verluste aber noch bedeutend höher ausfallen, während sie bei solid finanzierten Grossunternehmen oft kleiner sind.

Letztlich wissen wir heute alle, dass ein Abschwung folgen wird, dessen genauen Zeitpunkt wir leider nicht kennen. Neben dem Umstand, dass ein Abschwung schon aus statistischer Sicht immer wahrscheinlicher wird, sprechen noch einige

andere Indizien dafür:

Wirtschaftswachstum der USA

Das Wirtschaftswachstum in den USA hat sich deutlich abgeschwächt. Dies ist vor allem auf den Rückgang des Immobilienmarktes zurückzuführen: Die amerikanischen Konsumenten können ihre hohen Konsumausgaben nicht mehr einfach mit einer höheren Hypothek abdecken. Die negative Sparquote (die Amerikaner geben schon seit mehreren Jahren mehr Geld aus als sie einnehmen) wird so zum Problem, was sich sowohl auf die Konsumentenausgaben als auch auf die Wirtschaft negativ auswirken wird.

Schwacher US-Dollar

Der amerikanische Dollar ist sinkt zurzeit, was wohl auf das riesige Leistungsbilanz-Defizit der USA zurückzuführen ist. Dieses beläuft sich momentan auf rund USD 700 Mia. pro Jahr, d. h. jeden Tag geben die Amerikaner USD 2 Mia. mehr für ausländische Güter und Dienstleistungen aus als sie selbst exportieren.

Rohstoff und Energiepreisanstieg

Der Anstieg der Rohstoff- und Energiepreise hat zu einem Inflationspotential geführt. Die Zentralbanken der Industrieländer können heute einen Rückgang des Wirtschaftswachstums nicht mehr einfach durch Zinssenkungen ausgleichen. Auch wenn das INVICO[®]-Analyseteam davon ausgeht, dass die Inflation nicht allzu stark ansteigt, kann dies für eine gewisse Periode zu einer Kombination von Inflation und wirt-

schaftlicher Stagnation führen.

Gewinnaussichten

In den letzten zwei Jahren konnten die meisten Unternehmen ihre Gewinne stark erhöhen, weil sie ihre **Kosten zwischen 2001 und 2003 reduziert hatten. Schon ein leichter Umsatzanstieg führte in diesem Umfeld zu grossen Gewinnsteigerungen.** Diese fiel optisch besonders hoch aus, weil die Vorjahre sehr schlecht waren. In 2007 sowie 2008 wird es für die meisten Unternehmen sehr viel

**Anzeichen für ein
Ende der Hausse**

schwieriger werden, grosse Gewinne zu erzielen, denn sie können den Umsatz nur noch vergrössern, wenn sie neue Investitionen tätigen und mehr Personal anstellen. Dies führt automatisch zu Kostensteigerungen und frisst einen Teil der Gewinne wieder auf.

Überangebote

Der Umstand, dass die **Unternehmen in gewissen Branchen ihre Kapazitäten ausbauen, wird innert relativ kurzer Frist zu Überangeboten führen,** was wiederum einen Gewinnrückgang mit sich bringt. Dieses Phänomen zeigt sich zurzeit bereits bei den Immobilienmärkten in einzelnen Ländern, wie z. B. Spanien, wo das Bauvolumen die Nachfrage übertrifft. Ähnliche Phänomene werden sich auch in anderen Branchen zeigen: Wir gehen davon aus, dass es vor allem in der Stahl- sowie der Nichteisenmetall-



industrie zu Überkapazitäten kommen wird.

Trotz der oben erwähnten Aspekte, lassen **folgende Faktoren eine Fortsetzung der Hausse vermuten**. Zu diesen Faktoren zählen wir insbesondere die Folgen:

1. Liquide Mittel im Markt

Die Anleger verfügen über viel liquide Mittel, die zu einem Teil in den Aktienmarkt fließen und somit die Kurse in die Höhe treiben werden.

2. Gewinn im 2007

Viele Unternehmen werden mindestens 2007 noch grosse Gewinne erzielen, obwohl die prozentualen Steigerungen weniger beeindruckend sein werden als in den Vorjahren.

3. Tiefe Realzinsen

Die Realzinsen (Nominalzinsen abzüglich Inflation) sind weiterhin sehr tief, was den Unternehmen günstige Finanzierungen ermöglicht, aber auch Investoren ermutigt, Aktienkäufe mit Krediten zu finanzieren.

Somit kann die Hausse entweder weiterhin andauern oder in den folgenden sechs bis zwölf Monaten einbrechen. In dieser Situation ist es richtig, **getreu dem Motto „the trend is your friend“ weiterhin in Aktien investiert zu sein, um mögliche Gewinne noch zu realisieren**. Andererseits sollten aber auch Strategien verfolgt werden, welche das Risiko ein-

schränken.

Die Analyse des Anlegerverhaltens zeigt, dass viele Anleger die Trends zu kurzfristig sehen. Nach einem Anstieg werden die Aktien aus Angst vor Gewinnverlusten zu früh verkauft. Sinken die Kurse während einer gewissen Zeit, so steigen die Anleger zu früh ein und decken sich mit überbewerteten Aktien ein. Mit diesem Verhalten werden Gewinnrealisierungen geschmälert und Verluste in vollem Umfang mitgetragen. Offenbar liegt es in der Natur der Menschen, dass die **Dauer von Zyklen sowohl im Aufwärts- als auch im Abwärtstrend unterschätzt wird**.

Die Hausse nutzen und Gewinne sichern

Dies führt zu einer schlechteren Performance als der Indexentwicklung und somit zu Gewinnverlusten. Anleger sind also dann erfolgreich, wenn sie möglichst lange einem positiven Trend folgen und diesen vollumfänglich ausnützen.

Die Amerikaner haben dies in der Aussage „the trend is your friend“ prägnant zusammengefasst. **Unser Anlagestil orientiert sich ebenfalls an diesem Prinzip**. Wir versuchen in der Hausse solange wie möglich investiert zu bleiben, damit unsere Kunden entsprechende Gewinne erzielen können. Wird ein Haussetrend älter und nähert er sich dem statistischen Maximum von drei bis fünf Jahren, so stellt sich die Frage, wie lange die Entwicklung



anhält, bzw. ob es Anzeichen für das **Ende der „Freundschaft mit dem Trend“** gibt. Das INVICO®-Analyseteam verfolgt folgende Strategie, damit die bisherigen Gewinne nicht aufgeessen werden:

1. Reduktion des Aktienanteils

Wir haben bei allen gemischten Portefeuilles in den letzten Monaten den Aktienanteil zugunsten der Sicherheitsstufe verringert. Damit nimmt der Kunde zwar noch am Aufschwung teil, das Risiko reduziert sich aber je nach Ausrichtung des Portefeuilles um 10 bis 30 %.

2. Stop-Loss Marken

Bei den meisten Aktien haben wir einen Stop-Loss gesetzt, d. h. bei einem Kursrückgang werden die betreffenden Aktien automatisch verkauft. Dies hat den Vor-

teil, dass sich die Verluste, die beim Abschwung entstehen, in Grenzen halten und die vorher erzielten Gewinne nicht reduzieren.

3. Unterbewertete Aktien

Wir konzentrieren uns auf Aktien von Gesellschaften, bei denen wir weiterhin grosse Gewinne erwarten und deren Märkte noch nicht gesättigt sind.

4. Liquide Märkte

Wir haben Aktien in illiquiden Märkten abgebaut, da sich Kursrückschläge überproportional auswirken.

Mit diesen Massnahmen wollen wir sicherstellen, dass unsere Kunden zwar weiterhin von der Hausse profitieren, im Abschwung nicht die gesamten bisher erzielten Gewinne verlieren.

Rohstoffknappheit?

In verschiedenen Industrien wird die Rohstoffbeschaffung, die vor fünf Jahren noch überhaupt kein Problem war, langsam zur Herausforderung. Maschinenbauunternehmen und andere Metallverarbeiter klagen über höhere Preise für Stahl und Nichteisenmetalle sowie über lange Lieferfristen.

Energie und Nahrungsmittel sind zwar im Moment nicht knapp, doch die Preise steigen in diesem Bereich kontinuierlich. Dies führt dazu, dass viele Unternehmen heute

unter steigenden Rohstoff- und Materialkosten leiden. Eine derartige Situation, und vor allem Lieferengpässe im Stahl- und Metallbereich sind seit langer Zeit nicht mehr vorgekommen. Man muss an den Anfang der 70iger Jahre zurückblicken, um eine ähnliche Situation zu finden. Nach der langen Hochkonjunkturphase der 60iger Jahre stiessen die Kapazitäten der Grundstoffindustrie langsam an ihre Grenzen. Dabei kam es nicht nur bei Stahl- und Nichteisenmetall zu Verknapp-



pungserscheinungen, sondern auch bei der Papierproduktion, der Grundstoffchemie und beim Erdöl (Erdölembargo). Der weitere Verlauf der Geschichte ist bekannt. Die Verknappung führte zu höheren Preisen, was weltweit eine Inflation auslöste. Nach Zinserhöhungen und anderen Bremsmanövern der Notenbanken führte dies in die schärfste Rezession der Nachkriegszeit. **Heute fragen sich viele Anleger, ob die Preissteigerungen und die Verknappungstendenzen im Rohstoff- und Energiebereich ein ähnliches Szenario auslösen könnten.** Das INVICO®-Analyseteam hat diese Entwicklung sorgfältig studiert und ist zum Schluss gekommen, dass eine derartige Entwicklung höchst unwahrscheinlich ist.

2007 nicht mit den 70iger Jahren vergleichbar

Im Gegensatz zur Situation anfangs der 70iger Jahre sind die heutigen Verknappungserscheinungen nicht das Ergebnis einer langen Hochkonjunktur. Sie sind einmal die Folge des Abbaus der letzten zehn Jahre im Stahl- und Nichteisenmetallsektor und zusätzlich hat in den letzten Jahren die Nachfrage aus den Schwellenländern, insbesondere China und Indien, massiv angezogen. **Die Verknappungstendenzen erfassen deshalb nicht die gesamte Wirtschaft, sondern nur einzelne Bereiche,** in welchen weniger Reserven gebildet wurden. In vielen Bereichen, wie der Grundstoffchemie oder der Papierindustrie, bestehen nach wie vor genügend Reserven.

Hohe Arbeitslosenzahlen

Überdies ist der Arbeitsmarkt in den meisten Ländern keineswegs ausgetrocknet. Speziell in der EU ist die Arbeitslosigkeit noch relativ hoch. Diese verhindert eine Lohn/Preisspirale, in welcher höhere Preise automatisch zu höheren Löhnen führen, die wiederum Preissteigerungen auslösten. Dieser Mechanismus führte Anfangs der 70iger Jahre zu einer sehr hohen Inflation. Die hohe Arbeitslosigkeit sowie die Möglichkeit der Unternehmen, in Billiglohnländern zu produzieren, ermöglicht die Lohnkosten zu senken.

Probleme im US-Immobilienmarkt

Der positive Wirtschaftszyklus der USA hat sich abgeschwächt. Die Probleme im Immobilienmarkt haben zu einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums geführt. Da die USA der grösste Nachfragemarkt für Rohstoffe und Energie sind, führt eine Wachstumsabschwächung sofort zu einer Entspannung in diesen Märkten. Wir erwarten, dass sich diese Tendenz vor allem im zweiten Halbjahr 2007 verstärken und die Angst vor Rohstoffverknappungen und Inflation abnehmen wird.

Die Bereiche, in denen sich heute Preissteigerungen und Verknappungstendenzen zeigen, sind traditionell zyklisch. Wenn die Preise sinken, werden weniger Kapazitäten aufgebaut und bestehende

Kapazitäten abgebaut. Dieser Mechanismus zeigte sich in den 90iger Jahren, als Stahlwerke geschlossen oder zusammen-

Der Zyklus von Über- und Unterkapazität

gelegt und Erzgruben und Schmelzwerke für Nichteisenmetalle redimensioniert wurden. Sobald die Preise anziehen, steigern die Unternehmen ihre Kapazitäten wieder. Nach einigen Jahren führt dies zu tieferen Preisen mit der Konsequenz, dass der ganze Zyklus wieder von vorne beginnt. Im Metall- und Energiebereich sind wir jetzt in dieser Phase.

Stahlunternehmen erzielen heute grössere Gewinne, weil die Preise gestiegen sind und die zum Teil sehr alten Anlagen dementsprechend abgeschrieben wurden.

Selbst Stahlkocher, die in Hochlohnländern wie der Schweiz oder Deutschland tätig sind, können Gewinne erwirtschaften, wie seit 30 bis 40 Jahren nicht mehr.

Obwohl heute viele Analysten darüber schreiben, dass die Perspektiven für Stahlproduzenten und für Hersteller von Spezialstahl für die nächsten 10 bis 20 Jahre hervorragend sind, glauben wir nicht an eine anhaltend positive Tendenz in diesem Bereich.

Die Nachfrage nach Stahl ist in den Schwellenländern, vor allem in China und Indien, äusserst gross. Gleichzeitig werden in diesen Ländern massive Kapazitäten geschaffen. **China ist heute bereits der grösste Stahlproduzent der Welt** und erhöht seine Kapazitäten jährlich sprunghaft. Obwohl die chinesischen Unternehmen heute Stahl von geringer Qualität exportieren, müssen wir annehmen, dass diese in zwei bis drei Jahren auch in der Lage sein werden, Spezialstahl von guter Qualität zu liefern. Die Überkapazitäten ermöglichen, andere Stahlhersteller preislich zu unterbieten. Das Gleiche gilt für Indien, wo sehr grosse einheimische Stahlhersteller fast jeden Monat den Output erhöhen.

Damit zeigt sich das gleiche Bild wie beim industriellen Boom in Japan und später in Korea. Diese Länder waren zu Beginn ihrer wirtschaftlichen Expansion Stahlimporteure, haben dann Stahlwerke

Schwellenländer werden Stahlmarkt überschwemmen

aufgebaut und einige Jahre später den Weltmarkt mit ihrem Stahl überschwemmt. Deshalb sind die Verknappungstendenzen und Preissteigerungen in diesem Bereich unseres Erachtens kurzlebig. **Wir tätigen zur Zeit keine Investments in diesem Bereich, sondern raten zur Realisierung der Gewinne.**

Im Nichteisenmetallbereich wird der Zyklus flacher verlaufen als im Stahlbereich. Dennoch weiten die Produzenten ihre Kapazitäten heute schon aus. Wir gehen davon aus, dass sich Nachfrage und Angebot in den nächsten zwölf Monaten einpendeln werden. Wir sehen in diesem Bereich deshalb weder ein Anzeichen für Inflation noch Investitionsmöglichkeiten. Auch hier realisieren wir Gewinne.

Der Erdölmarkt durchläuft ebenfalls Zyklen. Die Erdölkonzerne bauen neue Erdölfelder und Raffineriekapazitäten jeweils nur bei hohen Preisen auf, was wiederum zum Absinken der Preise führt. Das Gleiche gilt auch für die Erschließung alternativer Energiequellen sowie für Energieeinsparungen.

In diesem Bereich kommt bei hohen Energiepreisen Aktivität auf. Nachher geraten **Windkraftanlagen und Solarzellen rasch wieder ins Abseits, weil sie nur bei sehr hohen Subventionen einen Ertrag abwerfen können.** Da das weltweite Energieangebot letztlich beschränkt ist und die Erschließung neuer Erdölquellen und alternativer Energien mit hohen Kosten verbunden ist, gestalten sich die Zyklen im Energiebereich anders als beim Stahl und Nichteisenmetallen. Nach einem Zyklus gehen die Preise zwar zurück, die hohe Grundnachfrage der Industrie- und Schwellenländer verhindert aber, dass die Preise wieder auf das Niveau zurückfallen, das vor einem Zyklus herrschte.

Wir gehen daher davon aus, dass die Preise nicht auf das Niveau von 2003, d. h. auf 20 bis 30 USD pro Fass Rohöl zurückfallen, sondern dass sie sich bei 50 bei 60 USD pro Fass Rohöl stabilisieren. Aus diesem Grund sehen wir im Energie- und Erdölbereich Investitionsmöglichkeiten. Zusätzlich profitieren Erdölunternehmen und deren Zulieferindustrie langfristig von positiven Preistrends.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass wir bei der Rohstoff- und Energieindustrie in einem normalen Zyklus stehen. Übertreibungen ergaben sich nur beim Stahlsektor, in welchem sich aus dem massiven Kapazitätsabbau der letzten zehn Jahre und der steigenden Nachfrage der Schwellenländer eine Nachfrage- und

Die Gewinn- und Verlustzyklen bestehen weiter

Preissituation ergab, wie sie sich nur in Zyklen von 30 bis 40 Jahren wiederholt. Diese Zyklen dürfen nicht mit langfristigen Trends verwechselt werden.

Die Anleger können nicht davon ausgehen, dass Stahl-, Nichteisenmetall- und Energieindustrie nun in eine „neue Phase“ eingetreten sind, bei der die Entwicklung weiterhin positiv verlaufen wird. In diesen Bereichen wird es weiter Zyklen mit Überkapazität und tiefen Preisen geben. Deshalb sind Investitionen im Stahl- und Nichteisenmetallbereich gefährlich.



Da eine zyklische Bewegung und nicht ein langfristiger Trend vorliegt, ist auch die Angst verfehlt, dass es zu dauernden

Verknappungen und weiteren Preissteigerungen kommt.

Risiken bei Nebenwerten einer Baisse

In den letzten Jahren profitierten unsere Kunden von schweizerischen Nebenwerten. INVICO® hatte viele kleine und mittlere Unternehmen identifiziert, deren Aktien nach der letzten Baisse unterbewertet waren und ein entsprechend grosses Kurspotential aufwiesen. Diese Anlagen, welche wir im Bereich „Wachstum“ einstuften, erzielten für unsere Kunden ansehnliche Gewinne und **fürhten zu überdurchschnittlichen Gesamtrenditen der Portfolios.**

Heute müssen wir feststellen, dass die Kurse vieler dieser Gesellschaften so stark gestiegen sind, dass einige dieser Unternehmen höher bewertet sind als grosse Unternehmen. Das Kurs/Gewinnverhältnis, eine wichtige Kennzahl in der Bewertung von Aktien, ist bei vielen dieser Unternehmen grösser als bei den Grossunternehmen, die im Swiss Market Index (SMI) aufgeführt werden.

Dabei fällt auf, dass auch Unternehmen, deren Geschäftsverlauf Zyklen unterworfen ist (z. B. Gesellschaften aus der Metall- und Maschinenindustrie), sehr hoch bewertet werden, obwohl die Gewinne der Unternehmen im nächsten zyklischen Abschwung oder bei

einem starken Kursanstieg des Schweizer Frankens kräftig schrumpfen.

Bei der Betrachtung dieser Bewertungen liegt der Gedanke nahe, dass **Anleger den zyklischen Aufschwung mit nachhaltigem Wachstum verwechseln und deshalb zyklische Unternehmen wie Wachstumswerte einschätzen.** Unser Analyseteam findet daher im Bereich kleinerer und mittlerer Unternehmen nur noch wenige Gesellschaften, die tatsächlich unterbewertet sind. Bei vielen Gesellschaften überwiegt dagegen die Skepsis. Auf Grund der heutigen guten Beurteilung sind die **Aktien vieler Gesellschaften für Korrekturen anfällig.** Kommt es zu einer Baisse, so werden diese Aktien an Wert verlieren. Wir befürchten, dass dieser Kursrückgang stärker ausfallen wird als bei den grossen Unternehmen.

Das Problem bei einem Kursrückgang von Nebenwerten liegt nicht nur in der Bewertung. **Gefährlicher ist die mögliche Illiquidität der Märkte.** Beginnt eine Baisse, so ist es erfahrungsgemäss äusserst schwierig, die Titel von Nebenwerten zu verkaufen. Es treten in diesem Moment kaum mehr Käufer auf bzw. sie offerieren nur noch sehr tiefe Kurse, so dass diese jeweils schnell sinken und



schon Verkäufe mittelgrosser Positionen von gesamthaft CHF 100,000 bis CHF 200,000 zu bedeutenden Kursverlusten führen können.

Die Baisse von 2001 hat uns gezeigt, dass der Verkauf von grösseren Positionen in diesen Situationen fast unmöglich wird, da **jeder Verkauf selber wieder einen Kursrückgang auslöst.**

Obwohl der Trend der Aktien heute nach oben gerichtet ist, müssen wir uns doch auf die Möglichkeit einer Baisse einstellen, da einige Faktoren - insbesondere der Anstieg der Zinsen - auf die Möglichkeit eines Kursrückgangs hindeuten.

In dieser Situation ist das INVICO®-Analyseteam zum Schluss gekommen, dass ein gradueller Ausstieg aus den Aktien kleinerer und mittlerer Unternehmen angezeigt ist. Wir möchten nicht, dass unsere Kunden bei einer Baisse auf schwer verkäuflichen Titeln sitzen bleiben. **Deshalb haben wir begonnen, Gewinne zu realisieren** und die Titel kleinerer und mittlerer Unternehmen zu verkaufen. Ausgenommen wurden nur einige besondere Titel, bei welchen wir über-

zeugt sind, dass sie immer noch unterbewertet sind.

Wir werden die betreffenden Mittel teilweise in Anlagen grösserer Unternehmen (Blue Chips) umschichten oder in Barpositionen halten. Ein weiterer kleiner Teil wird in einem Indexfond angelegt, in der Schweiz z. B. in den XMTCH SMIM, welcher den Index der schweizerischen kleineren und mittleren Unternehmen

**Während einer Baisse sind
Verkäufe schwierig**

nachbildet. Auf diese Weise können wir von der Kursentwicklung dieses Sektors profitieren, haben aber nicht das oben dargestellte Problem der Illiquidität. Derartige Fonds sind liquide, und wir können sie jederzeit verkaufen, ohne einen Kurssturz auszulösen. Die Konzentration auf Indexfonds, die an der Börse gehandelt werden, erlaubt es uns, Anlagen zu diversifizieren und zu sehr tiefen Kosten zu tätigen, da diese Indexfonds im Verhältnis zu aktiv geführten Fonds eine minimale Kostenbelastung aufweisen.

Hedge Fonds - hohe Renditen auf sicher?

In der Presse wird immer wieder von stattlichen Gewinnen berichtet, welche einzelne Hedge Fonds erzielen. Viele Anleger fragen sich deshalb, ob sie nicht einen Teil ihres Vermögens in derartige

Fonds anlegen sollten, um ebenfalls von diesen Gewinnchancen zu profitieren.

Dass Hedge Fonds konstant **höhere Gewinne ausweisen als konventionelle Anleger, erweist sich bei genauer Un-**



tersuchung als falsch. Es gibt heute Hunderte, wenn nicht Tausende von Hedge Fonds, welche in allen möglichen Anlagebereichen tätig sind.

Wir hören nur von einigen wenigen, die in einer bestimmten Situation oder in einer kurzen Zeitperiode grosse Gewinne erwirtschaftet haben.

In diesen Listen der Gewinner gibt es aber kaum Hedge Fonds, die regelmässig aufgeführt sind. Typischerweise werden die grossen **Gewinne von Hedge Fonds gemeldet, welche in einer bestimmten Periode mit der Ausrichtung ihrer Anlagen gerade richtig liegen.** Später, wenn die gewählte Anlagestrategie nicht mehr im Trend liegt und der betreffende Fonds nur noch Verluste erwirtschaftet, hören wir von diesem Fonds nichts mehr. Die Medien berichten nicht von der grossen Zahl der

Mittelmass ist die Regel

Hedge Fonds, die unterdurchschnittliche Gewinne erzielen.

Die selektive Berichterstattung der Medien führt dazu, dass der Begriff des Hedge Fonds alle Fonds umfasst, die keiner staatlichen Regulierung unterstellt sind und deshalb nicht dazu gezwungen sind, ihre Ergebnisse regelmässig zu veröffentlichen. Somit werden Gewinne veröffentlicht, Verluste aber diskret be-

handelt. Die wenigen **Berechnungen über Hedge Fonds bestätigen, dass beständige Erfolge in Tat und Wahrheit nicht existieren.** Die Durchschnittsrendite der Hedge Fonds liegt nicht über der Rendite, welche sich mit normalen Anlagetechniken erreichen lässt.

Dass einzelne Hedge Fonds manchmal spektakuläre Ergebnisse erzielen, liegt sicher daran, dass sich viele Hedge Fonds auf ganz eng definierte Anlagen konzentrieren und zusätzlich oft **hoch riskante Anlagestrategien verfolgen.** Wenn die betreffende Anlagestrategie im Trend liegt, führen die Konzentration der Anlagen sowie spekulative Anlagetechniken einerseits zu äusserst guten Ergebnissen. Andererseits setzen sie die Anleger aber massiven Verlustrisiken aus.

Die Anwendung von Hochrisikostrategien ist letztlich möglich, weil Hedge Fonds – ohne jegliche staatliche Regulierung – in der Festlegung ihrer Strategie völlig frei sind und im Gegensatz zu normalen Fonds oder Vermögensverwaltern **keinerlei Pflicht zu vorsichtiger bzw. diversifizierter Anlage** haben. Hedge Fonds verfolgen im Allgemeinen folgende Strategien:

Hoher Fremdfinanzierungsgrad

Viele Hedge Fonds investieren nicht nur das Geld, das ihnen Anleger überlassen haben, sondern nehmen zusätzlich hohe Kredite auf, um Aktien oder andere An-



lagen wie Rohstoffe zu erwerben. Durch die Fremdfinanzierung der Aktienbestände entsteht eine Hebelwirkung. Steigen die Aktien, steigt der Gewinn überproportional an. Steigt eine Aktie, welche zu 50 % fremdfinanziert ist, beispielsweise um 15 %, so macht der Fond einen Gewinn von 30 %. Die gleiche Hebelwirkung tritt bei Verlusten ein.

Fremdkapital steigert Gewinn

Sind Aktienbestände fremdfinanziert worden, so **erhöhen sich die Verluste um den gleichen Hebelfaktor**. Einzelne Hedge Fonds gehen bei dieser Technik sogar weit über die in unserem Beispiel erwähnten 50 % Fremdfinanzierung hinaus oder erwerben damit Optionen, was die Hebelwirkung nach oben wie nach unten ausschlagen lässt.

Carry Trades – Zinsdifferenzgeschäfte in unterschiedlichen Währungen

Eine beliebte Anlage von Hedge Fonds sind Carry Trades. Bei dieser Technik verschuldet sich der betreffende Hedge Fonds in einer Währung, welche tiefe Zinsen aufweist, wie z. B. dem CHF oder dem YEN und legt das Geld in einer höher verzinsten Währung an, wobei „konservative“ Hedge Fonds Anlagen in EUR bzw. USD vornehmen. **Aggressivere Spielernaturen legen in australischer, neuseeländischer, isländischer oder sogar südamerikanischer Wäh-**

runge an. Diese Anlagetechnik funktioniert solange die betreffenden Währungen auf dem bestehenden Niveau verbleiben. Da die hohen Zinsen einzelner Währungen darauf zurückzuführen sind, dass das betreffende Land ein Leistungsbilanzdefizit (USA) oder höhere Inflationsraten als Japan bzw. die Schweiz ausweist, muss der Devisenmarkt diese Probleme korrigieren, d. h. irgendwann sinkt die Hochzinswährung wieder ab. Da Hedge Fonds zusätzlich fremdfinanziert sind (z. B. mit einem Verhältnis Eigen- zu Fremdkapital von 1:10, teilweise über 50), führt ein Rückschlag in den Hochzinswährungen natürlich zu massiven Verlusten. **Damit tanzen Hedge Fonds, welche diese Technik anwenden, auf einem Vulkan**. Sie hoffen, dass die Phase stabiler Zinsen anhält, bzw. dass sie die Anlagestrategie noch wechseln können, bevor die Kurse der Hochzinswährungen zurückgehen. Alle wissen, dass die Letzten, die aus-

Hedge Fonds - hohe Gebühren

steigen, sehr grosse Verluste erleiden und jeder hofft, dass er nicht zu diesen gehört.

Konzentration der Anlagen

Einzelne Hedge Fonds haben sich darauf spezialisiert, ihre gesamten Mittel auf einzelne Anlagen zu konzentrieren, wie z. B. in Aktien einer Gesellschaft, einen



bestimmten Rohstoff oder bestimmte Zinsderivate. Wenn der entsprechende Anlageentscheid richtig ist, sind die Gewinne des Fonds beeindruckend. Liegt der betreffende Hedge Fond dagegen falsch, so sind die Verluste verheerend.

Dass es tatsächlich zu derartigen Verlusten kommen kann, wird durch verschiedene spektakuläre Pleiten im Bereich der Hedge Fonds bestätigt. Leider ist die **Tendenz zu hochspekulativen Strategien zum Teil auf den Druck der Anleger zurückzuführen, welche Hedge Fonds suchen, die ungewöhnlich grosse Gewinne ausweisen.** Deshalb hat eine Fondsleitung häufig nur die Möglichkeit, sich durch eine spekulative Anlagestrategie zu profilieren.

Die Tendenz dazu wird zusätzlich durch die Belohnung der Fondsmanager gefördert. Typischerweise erhalten die Fondsmanager einen erheblichen prozentualen Anteil am Gewinn des Fonds (üblich sind 10 – 20 %). Diese gewinnabhängige Entschädigung kann dazu verführen, die Gewinnchancen ohne Rücksicht auf das Risiko zu steigern. **Werden Gewinne erzielt, so erhält das Management einen grossen Gewinnanteil, kommt es zu Verlusten, so werden diese dagegen vollumfänglich von den Anlegern getragen.**

Wir sehen heute aus folgenden Gründen besondere Risiken und betrachten Hedge Fonds nicht als Teil unserer Vermögensverwaltungskonzepte:

- Hedge Fonds unterstehen **keinerlei staatlichen Regulierungen und Transparenzvorschriften.**
- Hedge Fonds zeigen kaum je eine konstant positive Performance, welche unserer entspräche, sondern sind auf Grund ihrer spekulativen Anlagen massiven Renditeschwankungen ausgesetzt.
- Die Kosten von Hedge Fonds sind zu hoch. Neben hohen jährlichen Verwaltungsgebühren werden Gewinnanteile verrechnet, die unseres Erachtens übertrieben sind und damit die Rendite für den Anleger bedeutend reduzieren.
- **Sehr oft sind die Anlagen über eine längere Zeit gebunden und es fehlt an Liquidität.**

Hedge Fonds können zu einem volkswirtschaftlichen Problem werden. Heute sind die Anlagen von Banken und anderer traditioneller Finanzinstitute immer stärker reguliert. Diese Unternehmen haben ihre Risiken konsequent reduziert. Die in der Wirtschaft auftretenden Risiken werden immer mehr in den nicht regulierten Hedge Fonds-Bereich verschoben.

**Hedge Fonds -
volkswirtschaftliche Gefahren?**



Dies zeigt sich beispielsweise bei Zins- und Währungsrisiken. Viele Unternehmen und Banken sichern heute diese Risiken durch den Kauf entsprechender Derivate (Optionen, Swaps, etc.) ab. Hedge Fonds übernehmen diese Risiken und erhalten dafür entsprechende Prämien, welche sie dann als Gewinn ausweisen. Bei Eintritt des „versicherten“ Ereignisses trägt der Anleger den Verlust vollumfänglich.

Wenn derartige Risikoverschiebungen eine gewisse Grösse erreichen, so können sie zu volkswirtschaftlichen Problemen führen. Treten die Ereignisse ein, für die sich Finanzinstitute und ähnliche Unternehmen abgesichert haben, stellen plötzlich alle fest, dass diese Risiken bei den Hedge Fonds nicht gedeckt worden sind. **Dies kann im Extremfall zu einer Krise des gesamten Finanzsystems führen.**

Die Möglichkeit einer derartigen Krise ist nicht bloss theoretische Schwarzmalerei. Die Osteuropa- und Asienkrise im Jahr 1998 wurde dadurch ausgelöst, dass einzelne Hedge Fonds sich bezüglich Zins- und Währungsentwicklungen völlig verspekuliert hatten und ihren Verpflichtungen nicht mehr nachkommen konnten.

Aus aktuellem Anlass berichten wir über zwei Hedge Fonds, welche in den letzten

Tagen in bekannten Wirtschaftszeitungen erwähnt worden sind.

NEWS

„Am 19. Juni 2007 erschien im WALL STREET JOURNAL ein Bericht mit dem Titel „Merrill to Dump Bear Fund’s Assets“ (Merrill Lynch, eine der grössten globalen Banken will den Bear Stearns Fund wegen Zahlungsunfähigkeit liquidieren). Bear Stearns selbst gehört zu den weltweit bedeutenden Finanzinstituten.

Der USD 6,6 Mia. Fonds, welcher Kreditderivative und risikoreiche Hypothekarkredite hielt, verlor zwischen Januar und April 2007 23 % an Wert. Das Eigenkapital beträgt USD 600 Mio., und die Schulden sind mittlerweile mehr als USD 6 Mia angewachsen.“

Die Financial Times schrieb am 26. Juni 2007 einen der kotierten Fonds der bekannten Cheyne Capital’s, welcher auf Grund der Krise im Immobilienbereich in den USA mehr als CHF 100 Mio. verloren hat. Um den Verlust zu überwinden, hat das Management die meisten der riskanten Anlagen verkauft und die Hebelwirkung (Schulden im Verhältnis des Anlagevermögens) von 28.5 auf 6.6 reduziert.



Bargeldkontrollen

Die Zeiten, in welchen Viehhändler und Kunstkäufer mit Taschen voller Bargeld herumreisten, sind vorbei. Die EU hat beschlossen, dass für alle Aussengrenzen zu Drittstaaten (dazu gehören die Schweiz, Liechtenstein und auch die Flughäfen) Barmittel von EUR 10'000.-- und mehr bei Ein- oder Ausreisen bei den Zollbehörden der Mitgliedstaaten deklariert werden müssen.

Als Barmittel gelten Bargeld, übertragbare Inhaberpapiere, Zahlungsverwechsel und ähnliches.

Diese neue Regelung wurde mit dem Kampf gegen den Terrorismus begründet und wurde am 15. Juni 2007 in Kraft gesetzt. Wer EUR 10'000.-- oder mehr mit sich führt, muss also die Herkunft des Geldes und die wirtschaftliche Berechtigung nachweisen.

Dies betrifft jede Person. Es ist also nicht möglich, zu viert im Auto EUR 40'000.-- mitzuführen, ohne dass jede einzelne Person der vier die erforderlichen Nachweise für jeweils EUR 10'000.-- erbringt.

Was bei dieser neuen Regelung auffällt und besonders zu beachten gilt, ist die Tatsache, dass **beim Zoll die Werte un- aufgefördert deklariert werden müssen und nicht erst auf Nachfrage des Zöllners mitgeteilt werden können.** Es

müssen somit folgende Bedingungen erfüllt werden:

Aktive Deklaration

Barmittel im Wert von EUR 10'000.-- und mehr müssen aktiv beim Zoll des zuständigen EU Landes bei der Aus- oder Einfuhr deklariert werden.

Nachweis der Herkunft des Geldes

Die Person, welche die Barmittel auf sich trägt, muss die Herkunft des Geldes sowie die wirtschaftliche Berechtigung nachweisen.

Diese neue Lösung soll offiziell dazu dienen, dass Kriminelle oder Terroristen keine grossen Mengen Bargeld mit sich führen können, denn Banktransfers werden bekanntlich gründlich geprüft. Insider vermuten jedoch, dass diese Vorschriften, welche unter dem Deckmantel der Geldwäschereivorschriften erstellt wurden, auch zu Gunsten der Steuereinnahmen verwendet werden. Man will damit verhindern, dass Gelder von Hoch- in Niedrigsteuerländer geleitet werden.

Wer weitere Angaben sucht findet diese unter <http://ec.europa.eu/eucashcontrols>



INVICO[®] ASSET MANAGEMENT

FINANZBRIEF

Die INVICO[®]-Anlagestrategie:

Sicherheitsstufe:	CHF und EURO übergewichten, mittelfristige Obligationen oder Wandelanleihen (30%), Immobilienfonds (20 %), Geldmarkt (20 %), Immobilien-gesellschaften (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 Index- fonds) Royal Dutch, Total, Adecco, Swiss Re
Wachstumsstufe:	Bucher, Synthes Inc., Huber & Suhner, Phonak, Komax, Kudelski, WMH, von Roll, Tecan, QQQ, Fonds Südostasien (max. 10%), China-Aktienfonds (5%), Japan-Fonds (10%) Spekulativ: Swisslog, Implenia, Ascom
Bemerkungen:	Die Wirtschaft wird sich etwas abschwächen. Wir erwarten für das zweite 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.

Erreichen Sie mit einer Neuausrichtung der Anlagestrategie eine bessere Performance.
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

Besuchen Sie unsere Webseite: www.invico.ch

