

CHECK-UP

KUNDENINFORMATION DER PRIVATBANKIERS REICHMUTH & CO, INTEGRALE VERMÖGENSVERWALTUNG

CH-6000 LUZERN 7 RÜTLIGASSE 1 TELEFON +41 41 249 49 29 WWW.REICHMUTHCO.CH JANUAR 2010

EDITORIAL

Das Finanzsystem ist vorerst stabil und die Weltwirtschaft hat die Rezession überwunden. Das verdanken wir den Hilfspaketen von Staaten und Zentralbanken. Sie haben ihr Ziel, die Rettung des Finanzsystems, erreicht.

Ein Jahr nach der Finanzkrise sehen wir diese weniger als Sturm, denn vielmehr als Vorbote eines Klimawandels in der Finanzwelt. Welche Folgen werden die Rettungsmassnahmen im neuen Jahrzehnt haben? Darüber schreiben wir in diesem Check-Up und wissen doch, Gefahren kommen immer von den unbekanntesten Entwicklungen. Deshalb gilt es, die Annahmen stets zu überprüfen, den Diversifikationsgrundsatz hoch zu halten und notwendige Anpassungen vorzunehmen.

Es erwarten uns spannende Jahre. Wir freuen uns auf sie und wünschen Ihnen und Ihren Familien viel Glück und Erfolg im Neuen Jahr.



Jürg Staub
unbeschränkt haftender Gesellschafter

KLIMAWANDEL – IN DER FINANZWELT LANGZEITFOLGEN WERDEN IN DER NEUEN DEKADE SPÜRBAR

Der starke Anstieg der Finanzmärkte seit dem Tief im März gehört zu den erfreulichen Nebenwirkungen der hochdosierten Massnahmen zur Rettung des Finanzsystems. Praktisch alle Anlageklassen konnten davon profitieren. Auch der hohe Goldpreis ist eine direkte Folge der massiven Gelddrucktätigkeit aller Zentralbanken. Er spiegelt die zunehmende Skepsis in Bezug auf die nachhaltige Werthaltigkeit von Papiergeld.

Vielfältige Langzeitfolgen

20 Jahre nach dem Fallen des eisernen Vorhangs hat das Pendel des freien Kapitalismus und der Globalisierung den Wendepunkt erreicht. Wir zweifeln nicht, dass die Entwicklungen der letzten Jahre zu tiefgreifenden Veränderungen sowohl in der Finanzwelt als auch in der Realwirtschaft und in der ganzen Gesellschaft führen werden. Nachfolgend beschränken wir uns auf die möglichen Langzeitfolgen für Sie als Anleger.

1. Höhere Staatsschulden und höhere Steuern

Die Staatsschulden steigen nicht nur als Folge der weltweit gigantischen Rettungsmassnahmen. Auch ohne solche wären sie weiter gestiegen, denn viele Länder wiesen schon zuvor Defizite auf. Hinzu kommen riesige Versprechen für die soziale Wohlfahrt, welche Staaten ihren Bürgern abgegeben haben, die aber in den meisten Staaten (ausser in

der Schweiz und Holland) nicht finanziert sind. Diese Versprechen werden mit dem Eintritt der «Baby Boom»-Generation ins Rentenalter im Laufe des kommenden Jahrzehnts in zunehmendem Umfang fällig. Zusätzlich steigen die Gesundheitskosten unaufhörlich. Staatsschulden, die aus Konsumausgaben entstanden sind, gehen auf Kosten kommender Generationen. Wie in einem solchen Umfeld Staatsbudgets wieder ins Lot gebracht werden, ist die grosse Frage. Höhere Steuern scheinen uns in den betreffenden Ländern unausweichlich.

2. Schlechtere Rahmenbedingungen

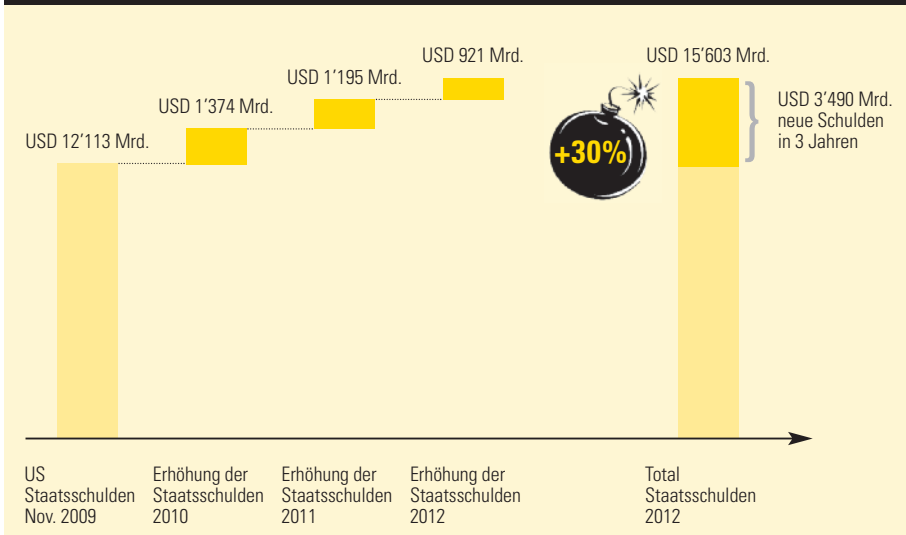
Wer zahlt, befiehlt. Der Staat ist zu Hilfe geeilt, jetzt erwarten die Bürger, dass er mitredet und etwas ändert. Damit muss mit verstärkter Einmischung des Staates in die Wirtschaft gerechnet werden, nicht nur im Finanzsektor. Regulierung kann jedoch Krisen nicht verhindern, wie die Finanzkrise, ausgebrochen im hochregulierten Bankensektor,

Fortsetzung nächste Seite

I N H A L T

- 3 Unsere Denk-Szenarien im Überblick
- 3 Empfehlungen für 2010
- 4 Anlagepolitik
- 5 Marktperspektiven
- 6 Vervielfachung des Goldpreises
- 6 Allheilmittel ETF?
- 7 Fiskal- und/oder Währungsfrage?
- 8 Wettbewerbsvorteil Schweiz

WER SOLL DIE VIELEN NEUEN US STAATSSCHULDEN KAUFEN?



Quelle: Eigene Grafik, Daten von Treasury, U.S. Budget

zeigt. Die Gefahr zunehmend protektionistischer Tendenzen und erschwerten Zugang zu Kapital werden zu weniger raschen Produktivitätsverbesserungen und damit zu tieferem Wachstum führen. Die Globalisierung wird deswegen nicht zu Ende sein, doch die lange Zeit zunehmender Arbeitsteilung mit dadurch sinkenden Güterpreisen wird neu getestet. Wir rechnen mit tieferem Realwachstum in den Industrienationen und steigenden Preisen für Güter und Dienstleistungen im neuen Jahrzehnt.

3. Verschärfter Abwertungswettbewerb

Weit und breit gibt es kein Land, das eine starke Währung will – auch die Schweiz nicht. Gerade in Krisenzeiten ist der Wunsch nach einer Schwächung der eigenen Währung zur Verbesserung der Wettbewerbsposition gross. Es brodelt im heutigen Währungsgefüge. Eine Korrektur der Ungleichgewichte zwischen USA und Asien ist überreif. Auch in Europa werden die Stimmen der Exportindustrie lauter. Sie leidet unter dem teuren EUR. Der Währungsabwertungswettbewerb geht in die nächste Runde.

4. Machtverschiebung nach Asien

Die Asienkrise ist über zehn Jahre her. Heute hat Asien – mit Ausnahme Japans – kein Schuldenproblem. Asien

kennt auch keine Last der nichtfinanzierten Vorsorgesysteme. Diese Ausgangslage, gepaart mit leistungsbereiten und gut ausgebildeten Menschen macht klar: Die Machtverschiebung der Weltwirtschaft von West nach Ost ist auf viele Jahre nicht aufzuhalten.

5. Höhere Inflation

Inflation wird ex post gemessen. Solange die Arbeitslosigkeit hoch ist und grosse Überkapazitäten bestehen, werden die Inflationszahlen noch tief bleiben. Doch der Schuldenberg wächst – die westliche Welt hat ein Schuldenproblem. Das wäre zu lösen, wenn man alle Schulden halbiert und die Zinsen erhöht. Das wäre Cash Flow - neutral und die übermässige Schuldenlast wäre weg. Leider wäre dann auch die ganze Bank-, Versicherungs-, und Vorsorgewirtschaft konkurs. Daher ist das undenkbar. Dasselbe Ziel lässt sich auch mit Inflation erreichen. Inflation scheint uns deshalb für die hochverschuldeten Länder USA und England der einzig systemkonforme Ausweg zu sein. Schulden streichen, Umschuldungen oder radikaler Abbau der Vorsorgeversprechungen sind wenig wahrscheinlich. Sobald die Überkapazitäten abgebaut sind und die Arbeitslosigkeit etwas sinkt, wird es vorab in den USA inflationäre Entwicklungen geben.

6. Höhere Zinsen

Am meisten Sorgen machen uns die langfristigen Zinsen. Aufgrund der grossen Neuschuldaufnahme der Staaten erwarten wir steigende langfristige Zinsen, bei vorerst tief gehaltenen kurzfristigen Zinssätzen. Unsere Erwartung basiert hier vor allem auf Angebots- und Nachfrageüberlegungen. Wenn im Sommer viel Gemüse auf den Markt kommt, sinken die Preise. Wenn also nicht erneut das US Fed mit erneutem Geld drucken die hohe Schuldenaufnahme des US Staates finanziert, dürften die Preise für das Gemüse (langfristige US Staatsanleihen) sinken und die Zinsen steigen. Das wird sich weltweit bemerkbar machen. Diese Entwicklungen gilt es zu verfolgen. Ein Zinsanstieg am langen Ende bedeutet tiefere Vermögenswerte. Denn wenn die Zinsen steigen, steigt auch der Kapitalisierungssatz und damit sinkt der Gewinnmultiplikator (z.B. KGV).

Erwartungen für die neue Dekade

Im neuen Jahrzehnt müssen wir uns daher auf ein grundlegend neues Umfeld einstellen. Übersteigertes Machtbewusstsein grosser Staaten und weniger stabile Rahmenbedingungen sind für die Bürger und Anleger eine Herausforderung. Es gilt, die Vermögen vor Konfiskation oder Enteignung zu schützen und sich rechtzeitig auf ein Umfeld mit steigenden Zinsen und Inflationsraten einzustellen. Erst Mitte des nächsten Jahrzehnts erwarten wir ein Ende des hochvolatilen 20-jährigen Seitwärtstrends der westlichen Aktienmärkte. Dannzumal dürften die Zinsen höher, die Aktienmärkte attraktiver und die Aussichten wieder besser sein.



Christof Reichmuth
unbeschränkt haftender Gesellschafter

UNSERE DENK-SZENARIEN IM ÜBERBLICK

WIE WIR DIE ZUKUNFT EINSCHÄTZEN

KONSENS	STAGFLATION	FISKALKRISE	WACHSTUM
Die Finanzkrise ist überwunden, die Wirtschaft beginnt sich leicht zu erholen und die Zentralbanken bleiben noch bis 2010 expansiv. Das führt zu neuen Vermögenswertblasen. Die Defizite der Staaten bleiben extrem hoch. Die Inflation bleibt aufgrund der Überkapazitäten und Arbeitslosigkeit tief.	Die extrem expansive Geldpolitik der Zentralbanken unterminiert das Vertrauen in die Geldwertstabilität. Die Konjunktur erholt sich nominal, aber real bleibt das Wachstum nahe 0. Aufgrund des hohen Angebots an Staatsanleihen steigen die langfristigen Zinsen, wobei die kurzfristigen Zinsen tief bleiben. Die Gewerkschaften verlangen höhere Löhne und das führt allmählich in eine Inflationsspirale.	Keine Erholung der Wirtschaft und neue Hilfspakete werden geschnürt. Die Staatsverschuldung wächst schnell. Ängste über Staatsbankrotte einzelner Länder und eine USD Währungskrise kommen auf. Ertragsbilanz-Ungleichgewichte bleiben hoch und die Devisenreserven der Überschussländer steigen auf ein untragbares Niveau. Kapitalverkehrskontrollen, Umschuldungen und Protektionismus kommen auf.	Die Finanzkrise konnte dank den Massnahmen von Staaten und Zentralbanken überbrückt werden und die Realwirtschaft erholt sich besser und schneller als erwartet werden konnte. Die Zentralbanken schöpfen den Geldmengenüberhang rechtzeitig wieder ab. Die Inflation bleibt relativ tief.
ANLAGEIDEEN Blue Chips Emerging Markets Rohstoffe Gold, Silber	ANLAGEIDEEN Inflationsgeschützte Anleihen Aktien mit hoher Dividendenrendite und tiefen P/E Aktien mit langfristig günstiger Fremdfinanzierung und hohem Substanzwert (z.B. Immobilien) Titel) Gold, Silber	ANLAGEIDEEN Cash in Heimwährung In der ersten Phase Staatsanleihen, dann keine mehr! Stabile Dividendenaktien Land in stabilen Staaten Physische Realwerte Gold, Silber	ANLAGEIDEEN Aktien alle Art, v.a. (Investitionsgüterproduzenten) Emerging Markets Inflationsgeschützte Anleihen
High Yield Spreads: 600	High Yield Spreads: 500	High Yield Spreads: 1500	High Yield Spreads: 300
Erwartung 6 Monate: 50%	Erwartung 6 Monate: 40%	Erwartung 6 Monate: 5%	Erwartung 6 Monate: 5%
Erwartung 18 Monate: 20%	Erwartung 18 Monate: 50%	Erwartung 18 Monate: 20%	Erwartung 18 Monate: 10%

EMPFEHLUNGEN FÜR 2010

INDIVIDUELL ANGEPASST JE NACH BEDÜRFNIS

Geldmarkt und Obligationen – um Schwankungen zu glätten

Anleihen und Geldmarkt sind wenig interessant, aber sie reduzieren die Schwankungen im Portefeuille. Wir raten, den Liquiditätsbedarf für die nächsten 2 Jahre in Kasse zu halten und den anderen festverzinslichen Anteil in Obligationen mit Laufzeiten von 2-4 Jahren zu investieren. Diese rentieren zwar tief, doch wenn sie fällig werden, dürften die Zinsen für die Neuanlage höher sein. Darüber hinaus empfehlen wir selektiv inflationsgeschützte Anleihen, dabei gilt es allerdings auf die Währung zu achten, also z.B. den USD abzusichern.

Aktien – um Erträge und Performance zu generieren

Langfristig sollten Aktien um die 7-8% pro Jahr bringen. Heute sind am Markt grosskapitalisierte und liquide Aktien zu finden, welche Dividendenrenditen um die 3-7% aufweisen. Das scheint uns noch immer attraktiv, um Erträge und Performance zu generieren. Die Dividende alleine bringt bereits die Hälfte der erhofften Rendite. Zudem ist Asien in einem strukturellen Aufwärts-Markt und deshalb langfristig attraktiver als USA und Westeuropa.

Spezialideen – um von Chancen zu profitieren

Je nach individuellem Risikoappetit raten wir zu Spezialideen, um von Chancen zu profitieren. Dazu zählen wir Währungen

in Asien ebenso wie Währungen von Überschussländern. Auch Hedge Funds können die sich bietenden Chancen mit attraktivem Rendite-/Risikoportfolio nutzen. Immobilienaktien mit inflationsgebundenen Erträgen und langfristiger Fremdfinanzierung werden im Szenario Stagflation eher profitieren. Auf Seite 6 lesen Sie unsere Einschätzung zu Gold. Edelmetalle sind zwar in Mode – doch können sie von den Zentralbanken nur verkauft, nicht aber gedruckt werden.



Patrick Erne CFA

ANLAGEPOLITIK

JANUAR 2010

BASIS	CH	EU	USA	J	CHINA
Kaufkraftparitäten					
Ned Davis Research		1.55	1.14	1.12	
Konjunktur (BIP-Wachstum)					
heute	-1.3%	-4.1%	-2.5%	-4.5%	8.9%
6 Monate	↗	↗	↗	↗	→
3 Jahre	↗	↗	↗	↗	→
Inflation					
heute	0.0%	-0.1%	-0.2%	-2.5%	-0.4%
6 Monate	↗	↗	↗	↗	↗
3 Jahre	2.0%	4.0%	8.0%	1.0%	10.0%
Aktienmarkt	SPI	DAX	S&P 500	TOPIX	HSCEI
Kurs/Umsatz	1.5	0.7	1.2	0.5	2.1
Dividendenrendite	2.2	3.5	2.2	1.8	2.0
Kurs/Buchwert	2.1	1.5	2.2	1.1	2.4
Kurs/Gewinnverhältnis aktuell	37	64	22	n.a.	20
Kurs/Gewinnverhältnis geschätzt	17	17	18	38	16

PROGNOSEN	CH	EU	USA	J	CHINA
Geldmarkt (3 Monate)					
heute	0.25%	0.7%	0.25%	0.28%	1.8%
6 Monate	→	→	→	→	↗
Swapsätze (10 Jahre)					
heute	2.4%	3.4%	3.7%	1.4%	4.1%
6 Monate	→	→	→	→	n.a.
3 Jahre	↗	↗	↗	↗	n.a.
Währungen					
heute		1.5	1.05	1.16	6.5
6 Monate		→	→	↘	↗
3 Jahre		↘	↘	→	↗
Aktienmarkt	SPI	DAX	S&P 500	TOPIX	HSCEI
heute	5'570	5'850	1'100	900	12'500
6 Monate	→	→	→	→	→
3 Jahre	↗	↗	↗	↗	↗
Immobilienmarkt	→	→	→	→	→

Legende: ↗ = steigend → = gleichbleibend ↘ = fallend Stichtag: 17. Dezember 2009

MARKTPERSPEKTIVEN

1. TRIMESTER 2010

WÄHRUNGEN

Die Wechselkurse waren geprägt durch die anhaltende Schwäche des USD.

Das noch immer hohe und nur langsam abnehmende Ertragsbilanzdefizit der USA resultiert in einem anhaltenden Druck auf den USD. Vor allem der EUR stieg zum USD weiter an. Die EZB hat im Gegensatz zu den meisten asiatischen Zentralbanken nichts dagegen unternommen. China hat eine Aufwertung abgewehrt, Japan zumindest begrenzt. Das hat zu einer weiteren Zunahme ihrer schon riesigen Devisenreserven geführt.

Die von der US Zentralbank extrem tief gehaltenen Geldmarktzinsen begünstigten die Verwendung des USD als Finanzierungswährung für Carry-Trades. Das führte zu einem zusätzlichen Druck auf den USD. Gegenüber fast allen Währungen, vor allem gegenüber dem EUR, notiert der USD heute deutlich unter der Kaufkraftparität. Es ist deshalb nicht unwahrscheinlich, dass er sich in nächster Zeit etwas erholt. Auf lange Sicht allerdings wird der USD weiter zur Schwäche neigen, denn die Akkumulation der Defizite in den USA bzw. der Reserven in den Überschussländern wird irgendwann an Grenzen stossen.

Gegenüber dem CHF ist der EUR unverändert knapp über der Marke von CHF 1.50 geblieben. Dies vor allem dank der expliziten Wechselkurspolitik der Schweizerischen Nationalbank, keine weitere Aufwertung des CHF zuzulassen. Dieses Ziel konnte mit umfangreichen Devisenmarktinterventionen erreicht werden. Mit Abebben der Deflationsgefahr dürften diese wegfallen, wodurch der latente Aufwertungsdruck den EUR unter CHF 1.50 drücken dürfte.

ZINSSÄTZE

Die Zinssätze in den Hauptwährungen bleiben unverändert tief und werden erst in der zweiten Jahreshälfte langsam ansteigen.

Die wichtigsten Zentralbanken haben signalisiert, dass sie ihre Leitzinssätze in den nächsten Monaten unverändert tief halten werden, da nach wie vor praktisch keine Inflation existent ist und der leichte Konjunkturaufschwung keinesfalls abgewürgt werden soll. Auch die langfristigen Renditen werden daher höchstens langsam ansteigen. Die riesigen Budgetdefizite in den meisten Ländern haben eine grosse Kapitalnachfrage der Staaten zur Folge. Es wird spannend zu sehen, zu welchen Zinsen die privaten Haushalte dank gestiegener Sparquote bereit sind, diese zu kaufen.

Die Risikozuschläge für nicht erstklassige Schuldner sind weiter gefallen, aber noch immer wesentlich höher als vor dem Ausbruch der Finanzkrise. Auch die weiterhin sehr hohen Guthaben der Banken bei den Zentralbanken zeigen, dass das Vertrauen unter den Banken noch nicht vollständig wiederhergestellt ist. Neu weisen auch die Staatsanleihen einiger Länder teilweise hohe Risikozuschläge auf. In Europa sind dies insbesondere Griechenland (2.2%), Irland (1.6%), Spanien und Italien (je knapp 1%). Der Abbau der hohen Staatsdefizite und die genügende Eigenkapitalausstattung von Unternehmen, welche von der Wirtschaftskrise stark getroffen worden sind, wird Zeit benötigen. Wir erwarten, dass der Rückgang der Risikozuschläge und die Gefahr von Zahlungsausfällen auf «normale» Werte sich auf einen längeren Zeitraum erstreckt.

AKTIENMÄRKTE

Der Kursanstieg an den Aktienmärkten hat sich fortgesetzt. Vorerst sehen wir keine dramatische Korrekturgefahr, ausser die langfristigen Zinssätze steigen schnell an.

Gemessen an den massgebenden fundamentalen Bewertungskriterien und den erwarteten Gewinnen kann man das heutige Kursniveau an den meisten Märkten als fair beurteilen. In einigen Schwellenländern, z.B. China, hat die Marktentwicklung teilweise spekulative Züge angenommen, aber von Exzessen kann man nicht sprechen. Die weitere Entwicklung dürfte uneinheitlich und ohne klaren Trend verlaufen. Die allmähliche Erholung der Wirtschaft in den Industrieländern wird die Gewinne positiv beeinflussen. Das Angebot an neuen Aktien aus Kapitalerhöhungen ist aber hoch und wird auch hoch bleiben, da die meisten Unternehmen ihre Bilanz zu verbessern bestrebt und im Bankensektor, auch wegen verschärfter Vorschriften, gar gezwungen sind. Uns scheinen Aktien mit guten, teilweise weit über dem Obligationen-Zinsniveau liegenden, gut abgesicherten Dividendenrenditen attraktiv. Sie sind vor allem in den Branchen Energieversorgung und Telekommunikation, oder auch im Immobiliensektor, nachdem der Preisrückgang in den Immobilienmärkten jetzt weitgehend abgeschlossen scheint, zu finden. Auch in Asien bleiben wir mit ETF's investiert. Diese Märkte profitieren vom hohen Wachstum und vom tiefen Zinsumfeld.



Dr. Max Rössler

VERVIERFACHUNG DES GOLDPREISES

NOCH IST ES NICHT ZEIT ZUM AUSSTIEG

Im Check-Up September 2003 empfahlen wir Gold zu kaufen. Grund war damals der sich abzeichnende Abwertungswettbewerb bei Währungen, und dieses Argument gilt noch heute. 2003 kostete Gold ca. USD 300 pro Unze – heute ist es viermal mehr! Das alleine wäre Indiz, Gold als «Blase» zu bezeichnen. Denn nach einer Vervier- bis Vervielfachung eines Marktpreises innert weniger Jahre ist die Luft meist dünn.

Weniger Schmucknachfrage – steigendes Anlegerinteresse

Eine scharfe Korrektur ist jederzeit möglich. So ist die Nachfrage der Schmuckindustrie im Zuge des Preisanstiegs und der Wirtschaftskrise um rund 30% eingebrochen. Deshalb wird der Goldpreis

zunehmend durch die Investoren getrieben.

Potenziell explosiver Preisanstieg

Zentralbanken können kein Gold drucken. Deshalb wird es von Anlegern gesucht, wenn das Vertrauen in Papiergeld sinkt. Das Angebot ist nicht unbeschränkt vermehrbar. Bereits eine geringe Umschichtung des Finanzvermögens in Gold würde eine explosive Entwicklung des Goldpreises erwarten lassen. Umgekehrt wäre eine Goldsteuer oder ein Verbot zum Goldhalten für den Goldpreis wenig förderlich.

Wie in Gold anlegen?

Gold kann auf Termin gekauft werden oder aber man investiert in Barren oder Münzen. Darüberhinaus gibt es Goldmine-

naktien, welche aufgrund ihrer Reserven im Boden verstärkt auf den Goldpreis reagieren. Alle diese Formen haben Vor- und Nachteile. Es ist je nach Bedürfnis zu wählen, welches der bessere Weg für Sie ist.

Wir empfehlen nach wie vor, rund 5-10% in Gold oder Silber zu halten. Erst wenn ein Ende des Währungsabwertungswettbewerbs und eine Rückkehr zu gesunder Geldpolitik erkennbar ist, raten wir zum kompletten Verkauf von Gold.



Tobias Pfrunder

ALLHEILMITTEL ETF?

WAS SIE KÖNNEN UND WAS NICHT

ETF steht für Exchange Traded Fund und vermehrt sind sie im Fokus des Interesses von Investoren. ETF's sind Anlagefonds, die an einer Börse gehandelt werden und in der Regel einen Index abbilden.

Vorteile von ETF's

Aufgrund der mechanischen Abbildung eines Index braucht es keinen Fondsmanger der Anlageentscheide trifft. Dadurch weisen ETF's tiefere Gebühren aus. Da sie an einer Börse notieren, sind sie sehr liquide und können im Normalfall jederzeit gehandelt werden. Im Gegensatz zu Zertifikaten oder strukturierten Produkten haben sie meist auch kein Gegenparteirisiko. Mit der Investition in einen ETF erhält der Investor Zugang zu einem gesamten Markt. Zum Beispiel kann ein Anleger mit der Investition in einen ETF mit dem SMI-Index als Basis, durch eine Transaktion in die

20 grössten Schweizer Titel investieren.

Nachteile von ETF

Der Hauptnachteil von ETF's liegt im Entscheidungsmechanismus. Da sie meist passiv einen Index abbilden, werden die zugrundeliegenden Anlagen nicht beurteilt. Der Anlageentscheid wird damit an den Index-Anbieter abgetreten. In der Regel sind Aktienindizes kapitalisierungsgewichtet. Das Gewicht einer Indexkomponente widerspiegelt nicht das zukünftige Potential, sondern die aktuelle Grösse in Form der Marktkapitalisierung. Dies kann dazu führen, dass ETF's Klumpenrisiken aufweisen: In einem ETF auf den Weltaktienindex machen die USA 50% aus. Zusätzlich kommen Währungsrisiken dazu. Nebst den Marktrisiken müssen die ETF's auf regulatorische und administrative Risiken analysiert werden.

Sinnvoller Einsatz von ETF

Wir erachten ein diversifiziertes Portfolio mit Einzeltiteln als vorteilhafter und meist kostengünstiger als der Zwischenschritt mit ETF's. Aus Diversifikationsgründen oder wo die Titelselektion schwierig oder untergeordnet ist, können ETF's sinnvolle Instrumente zur Umsetzung darstellen. Letztendlich ist ein ETF nichts weiter als eine Form der Umsetzung. Der wichtige Entscheid, in welche Märkte investiert werden soll, können sie dem Investor nicht abnehmen. Gerne helfen wir Ihnen dabei.



Sergio Hartweger CFA

FISKAL- UND/ODER WÄHRUNGSKRISE?

MITTELFRISTIG DURCHAUS MÖGLICH

Es ist selten offensichtlich, woher die nächste Krise kommen wird. Aufgrund der Entwicklungen der letzten 1 1/2 Jahre ist eine Fiskal- oder Währungskrise auf mittlere Frist nicht auszuschliessen. Noch ist das zwar einige Jahre weg, doch ist es sinnvoll, sich rechtzeitig darüber Gedanken zu machen.

Was ist eine Fiskalkrise?

Wenn der Staat Mühe bekundet, seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, spricht man von Fiskalkrise. Gründe sind meist ein extrem hohes Staatsdefizit und steigende Risikozuschläge auf den vom Staat zu bezahlenden Zinsen. Als Folge versucht der Staat seine Schulden umzustrukturieren, z.B. mit einer Zwangswandlung von kurzfristigen Schulden in Langfristige mit einem extrem niedrigen Coupon.

Was bedeutet Währungskrise?

In einer Währungskrise geraten die Wechselkurse für eine oder mehrere Währungen ausser Kontrolle und verschieben sich in kürzester Zeit dramatisch, z.B. mit einer Abwertung um 50%. Dadurch werden importierte Güter für die betroffenen Länder extrem teuer. Die Exporte werden aber billiger, wodurch sich das Arbeitslosenproblem lösen lässt. Umgekehrt geriete die Exportindustrie in einem Land mit extremer Aufwertung in Existenznot.

Wie könnte eine Fiskalkrise ablaufen?

Die schleichenden Bewegungen der letzten Zeit beschleunigen sich. Das Vertrauen schwindet immer mehr, und weder Regierungen noch Zentralbanken vermögen es wiederherzustellen. Um eine Finanzkrise zu bekämpfen, könnte der Staat die Staatsausgaben senken und

die Steuern erhöhen. Auch Sondersteuern, z.B. eine einmalige hohe Vermögensbesteuerung, wären denkbar. Der Staat könnte auch Anlagevorschriften erlassen wie z.B., dass Pensionskassen und Versicherungen die Hälfte ihrer Anlagen in inländischen Staatsanleihen halten oder die Banken die Hälfte ihrer Ausleihungen an den Staat geben. Sofern die Staatsschulden in eigener Währung begeben sind, ist der bequemste Weg zur Schuldentilgung der Griff in die Kasse der Zentralbank. Aber auch in diesem Fall muss das laufende Defizit zum Verschwinden gebracht werden, sonst ist es unmöglich, das Vertrauen wiederherzustellen.

Wie sähe eine Währungskrise aus?

Der freie Kapitalmarkt würde eingeschränkt. Es werden Devisenkontrollen eingeführt, mit getrennten Märkten für die Abwicklung des Handelsverkehrs, für Zins- und Dividendenzahlungen und für übrige Transaktionen. Für den Handelsverkehr würde der Wechselkurs so gesteuert, dass Importe nicht übertrieben verteuert werden und die Exportindustrie überleben kann. Der Devisenkurs für Zins- und Dividendenzahlungen wäre zwar schlechter als für den Handelsverkehr, aber immer noch so, dass er knapp tragbar ist. Andere Devisengeschäfte wären entweder verboten oder nur zu einem ganz extremen Kurs abwickelbar. Solche Einschränkungen und Vorschriften werden nicht auf den Kapitalmarkt beschränkt bleiben, sondern generell zu mehr Protektionismus und Abnahme der internationalen Arbeitsteilung führen.

Wo ist das Fiskalkrisenrisiko relativ hoch?

Das Risiko einer Fiskalkrise ist naturgemäss hoch in Ländern mit hohen Defizi-

ten, welche zu einem grossen Teil im Ausland finanziert werden. Noch höher ist das Risiko, wenn diese Schulden in einer Währung begeben sind, die der betroffene Staat nicht selber drucken kann. Griechenland ist ein interessantes Beispiel, weil Griechenland den EUR nicht selber drucken kann. In den USA hingegen lautet die Staatsverschuldung praktisch ausschliesslich auf USD. Deshalb können die Zahlungsverpflichtungen immer mit der Notenpresse erfüllt werden, auch weil das US Fed weniger unabhängig von der Regierung ist als in andern Ländern.

Währungskrise bei extremen Ungleichgewichten

Länder mit hohen Ertragsbilanzungleichgewichten ohne Korrekturmassnahmen sind stärker im Risiko als andere. Kleine Länder bzw. kleine Währungsräume werden zudem eher betroffen, da der Markt viel enger ist. Weil der USD Währungsraum riesig ist, wäre eine starke Unterbewertung des USD möglich, eine weitergehende Zuspitzung der Lage aber unwahrscheinlich.

Was würde das für andere Länder bedeuten?

Eine Krise in einem Land kann rasch andere Länder anstecken. Angenommen Griechenland würde wieder eine eigene Währung einführen, welche beispielsweise 50% gegenüber dem EUR abgewertet würde. Gleichzeitig würden Staatsschulden zwar honoriert, aber in Drachmen zu einem schlechten, nicht dem Markt entsprechenden Wechselkurs. In einem solchen Fall würden umgehend die Staatspapiere anderer gefährdeter Länder, z.B. Spanien, Italien oder Irland massiv tiefer bewertet in der Be-

fürchtung, dass auch sie einen ähnlichen Weg gehen.

Wie müsste man reagieren?

Grundsätzlich gilt es, gefährdete Länder

und Währungen von vorneherein zu meiden. Weil man in einem solchen Krisenfall zudem kaum weiss, was in der Folge abläuft, wäre es ratsam, möglichst viele Anlagen in realen Werten und Aktien in

Ländern mit demokratisch stabilen und gesicherten Eigentumsrechten zu halten, also z.B. in der Schweiz.

Dr. Max Rössler

WETTBEWERBSVORTEIL SCHWEIZ

ZUKUNFTSWERT «STABILE DEMOKRATIE»

Mein Vater lehrte mich, jeder Entscheidung sei besser, wenn er möglichst weit unten gefällt werden könne. Dieser Grundsatz gelte in den Gemeinden, im Kanton oder im Land, und ich möchte hinzufügen: auch international. Sicher kann die Klimaproblematik nicht national gelöst werden. Die meisten anderen Probleme wären jedoch nicht so gross geworden, wenn man sie in der tiefstmöglichen Entscheidungsinstanz belassen hätte.

Währungsfreiheit statt Abhängigkeit?

1991 entschied die Schweiz, nicht dem EWR beizutreten. Als Folge davon kam nie die Gefahr auf, den CHF als unsere Währung aufzugeben und dem EUR beizutreten. Was es heisst, wenn die eigene Währung aufgegeben ist, zeigen Griechenland und andere schwer verschuldete Staaten im Euro-Land.

Staatlich salonfähige Rechtsbrüche

Die unrechtmässigen Massnahmen einzelner Staaten sind freien Demokratien geradezu unwürdig. Deutschland hat gestohlene liechtensteinische Bankdaten gekauft und Frankreich missbraucht die internationale Rechtshilfe beim Datenskandal gegenüber Genfer Banken für eigene Zwecke. Damit wird Hehlerei durch diese Staaten salonfähig. Auch die USA haben im Zusammenhang mit dem Verat des UBS-Manns Birkenfeld den

rechtsstaatlichen Rahmen missachtet. In den Medien wird diese Verwilderung der Rechtsstaaten von den Meinungsmachern verniedlicht, obgleich dies meist Beginn einer schlechten Entwicklung ist. Das Bankkundengeheimnis wurde ja nicht für Steuerflüchtlinge eingeführt, sondern zum Schutz vor den Gefahren der politischen Entwicklung im benachbarten Deutschland.

Konfiskations-Gefahr

Die Erinnerung an die grosse Weltwirtschaftskrise schärft das Bewusstsein, dass dem Staat gelegentlich misstraut werden muss. Sogar in den – zumindest früher – freiheitlichen USA wurde der Besitz von Gold 1933 verboten. Die Tendenz zu ausufernden staatlichen Eingriffen ist klar erkennbar. In Grossbritannien und Frankreich will man für eine einzelne Bürgerklasse spezielle Steuern einführen. Vermögen, das im Ausland liegt, soll mit allen Mitteln zur Deckung der eigenen Staatsschuld herangezogen werden können. Können solche Schritte die steigende Gefahr der Konfiskation, also der Enteignung auf neuen Wegen an? Zur Freiheit der Bürger gehörte bisher immer auch, dass Eigentum garantiert ist. Gilt das noch?

Beneidenswerte Schweiz

Die direkte Demokratie der Schweiz ist zwar viel langsamer als rein parlamentarische Demokratien. Doch sie ist der

beste Garant, keine falschen Versprechungen in die Welt zu setzen und der nächsten Generation zu hohe Schulden aufzubürden. Dieses System garantiert Stabilität und Berechenbarkeit – Tugenden, die in den westlichen Demokratien rarer werden. Vermehrt werden Singapur und Hong Kong als sicherer Hort vor westlichem Fiskus und Staatshunger angeführt. Doch sind sie keine echten Demokratien und daher weniger berechenbar.

Stabile Demokratie

Für die Herausforderungen der künftigen Vermögenssicherung ist dieser Wettbewerbsvorteil der Schweiz mit ihren demokratischen Stärken und gelebter Stabilität entscheidend. Die Schweiz wird deshalb für langfristige, ja generationenübergreifende Vermögenssicherung nach wie vor ein sicherer Standort sein. Hierzulande ist Konfiskation oder Enteignung – egal welchen Zuschnitts – noch auf lange Zeit kein Thema.



*Ihr Karl Reichmuth
unbeschränkt haftender Gesellschafter*