

## Anlagebericht - 30. September 2008

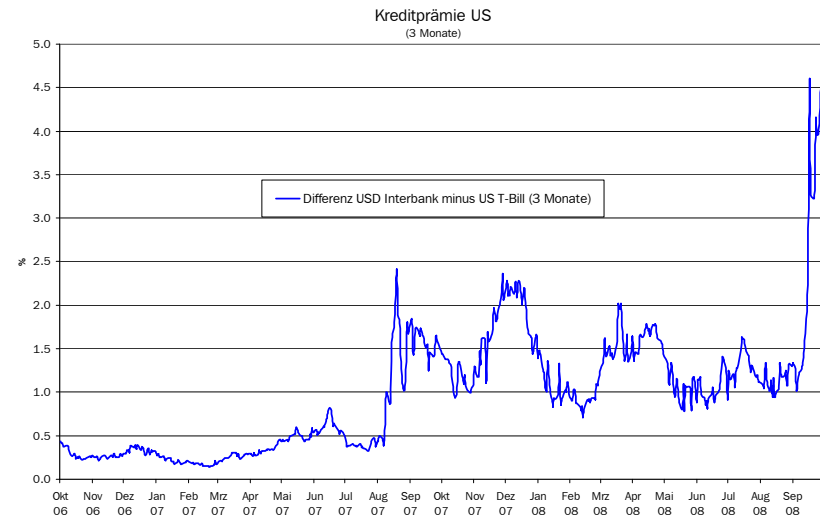
### Reorganisation der Finanzmärkte

Ausserordentliche Ereignisse erfordern einen ausserordentlichen Bericht. Auf Grund der Ereignisse weichen wir vom gewohnten Profil unseres Anlageberichtes ab. Wir setzen unseren Fokus hauptsächlich auf die letzten Wochen des abgelaufenen Quartals, um eine Standortbestimmung vorzunehmen.

Die Entscheidung „moral hazard“<sup>1</sup> vorzubeugen und damit die viertgrösste sowie eine der ältesten amerikanischen Investment Banken, Lehman Brothers Holding Inc. über die Klinge zu springen zu lassen, entpuppte sich als schwerwiegender Fehler des amerikanischen Schatzamtes. Er vergiftete das bereits vorher verunsicherte Vertrauensverhältnis der Banken untereinander unnötig. Angesteckt durch die toxische Veränderung schossen die Zinsen für die Kreditvergabe unter Banken über Nacht in die Höhe. Die Kreditvergabe kam damit weltweit völlig zum Erliegen. Jedermann hortete Liquidität. Dies ist eine anormale Situation und dürfte sich mittelfristig wieder entspannen. Unter der Voraussetzung allerdings, dass die Banken einander wieder vertrauen und einander gegenseitig Geld zur Verfügung stellen. Das ist genau der Punkt, an welchem die Notenbanken gegenwärtig intensiv arbeiten.

In den bald 25 Jahren seit dem Bestehen von Salmann hat es noch keine Marktsituation erfordert, dass sich das Anlagekomitee 3 Mal innerhalb von 10 Tagen traf, um eine Standortbestimmung durchzuführen. Die Spielregeln wurden während der letzten Wochen von den Finanzmärkten im Tagestakt neu festgelegt. Doch prozyklisches und kurzfristiges Agieren ist in solch volatilen Märkten meistens mit hohen Kosten und mit nur geringer Aussicht auf Erfolg verbunden. Nur diszipliniertes Handeln wird uns in der stürmischen See auf Kurs halten und längerfristig sicherstellen, die Ziele unserer Kunden zu erreichen. Dabei ist uns wichtig, dass wir die Struktur innerhalb der Portefeuilles mit möglichst transparenten und einfachen Produkten abbilden. Einmal mehr hat sich gezeigt, dass strukturierte Produkte sich leicht zu Bumerangs entwickeln und dem Halter zu einem Zeitpunkt Aktien zuteilen, wenn er diese nicht gebrauchen kann. Noch schmerzlicher wird es, wenn man in solchen Zeiten einen Preis für ein strukturiertes Produkt beim Emittenten sucht und dann erfahren darf, dass die Geld/Brief-

Spanne die Grösse einer achtspurigen Autobahn angenommen hat. – Das ist nichts für unsere Kunden!



Im vorliegenden Bericht gehen wir auf die beiden momentan dringendsten Fragen von Kunden ein:

- wird das globale Finanzsystem Bruchlandung erleiden oder
- wird die Krise in einer weltweiten Depression enden?

Um es vorweg zu nehmen, beides können wir verneinen. Ben Bernanke<sup>2</sup>, Präsident der amerikanischen Notenbank, hat die Grosse Depression<sup>3</sup> in einem Buch eingehend abgehandelt und kommt zum Schluss, dass Ende der 20iger Jahre eine massive Reduktion der Geldmenge zur Grossen Depression geführt hat. Weiter kommt er zur Konklusion, dass Länder, welche sich am schnellsten vom Goldstandard abwandten, wie beispielsweise England, sich wirtschaftlich am schnellsten erholten. Länder hingegen, wie Frankreich, die sich strikt an den Goldstandard hielten, hatten am längsten zu leiden.

<sup>1</sup> www.wikipedia.com: **Moral Hazard** (engl., wörtlich „sittliche Gefährdung“, auch als *Subjektives Risiko*, *moralische Versuchung* oder *moralisches Risiko* bezeichnet) beschreibt die Gefahr einer Verhaltensänderung nach dem scheinbaren Wegfall eines Risikos. Ursprünglich ein Begriff aus der Versicherungswissenschaft, wird er heute oft auch ökonomisch verwendet.

<sup>2</sup> Ehemaliger Professor und Vorsitzender der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften an der Universität Princeton

<sup>3</sup> Essays on the Great Depression, März 2006

## Anlagebericht - 30. September 2008

Es ist deshalb nicht anzunehmen, dass die Vereinigten Staaten mit Hr. Bernanke ähnliche Fehler ein zweites Mal begehen werden. Während wir diese Zeilen schreiben, versucht man, gerade diesem Risiko mit dem vom Senat und dem Repräsentantenhaus verabschiedeten Hilfspaket von USD 700 Mrd. zu begegnen.

Der Bericht beleuchtet ferner, was die wahrscheinlichsten Szenarien für die Wirtschaft sowie für die Finanzmärkte sind.

### Wahrscheinlichstes Szenario für

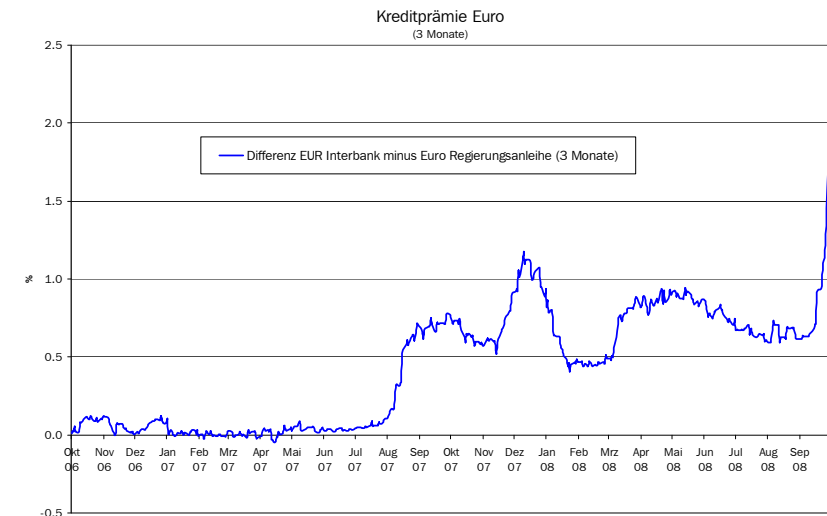
	USA	Europa
Emission von Staatsanleihen	↑	↑
Budgetdefizit	↑	↑
Steuerbelastung kurzfristig	↗	↗
Steuern langfristig	↘	→
Zinsen kurzfristig	↓	↘
Zinsen langfristig	↑	↑
Unternehmensgewinne	↓	↓
Potentialwachstum der Wirtschaft kfr.	↓	↘
Handelsbilanzdefizit	↑	↑
Inflation	↑	↗
Arbeitslosenrate	↑	↗
Konsum	↓	↘
Währung	↘	↗

Auf den ersten Blick scheinen sich die Auswirkungen für die beiden grössten Wirtschaftsblöcke sehr ähnlich zu sein. Dennoch gibt es grundlegende Unterschiede:

In Amerika wurde soeben ein Hilfspaket in einer Höhe von rund USD 700 Mrd. verabschiedet. Dagegen wird es in Europa wohl nicht gelingen, sich binnen nützlicher Frist auf ein flächendeckendes Paket zu einigen, womit es bei nationalen Einzelaktionen bleiben wird.

Da der Prozess der Hilfsaktion in den Staaten konzentrierter, fortgeschrittener und etwas transparenter ist, können daraus klarere Schlüsse bezüglich der ökonomischen Entwicklung gezogen werden. Klar ist auch, dass auf der anderen Seite des Atlantiks eine höhere Anzahl von Finanzunternehmen in der Bredouille stecken als diesseits.

Die FDIC<sup>4</sup> rechnet mit weit über 100 Finanzinstituten, welche in den USA nahe dem Konkurs stehen; über 1'500 Mrd. soll das Gesamtpaket kosten. In Europa dürften diese Zahlen deutlich tiefer ausfallen. Deshalb umfasst das vom französischen Präsidenten Sarkozy vorgeschlagene Hilfspaket nur Euro 300 Mrd. (USD 420 Mrd.). Dass für Europa ein ähnliches Paket wie in den Staaten auf die Beine gestellt wird, bezweifeln wir. Wegen der unterschiedlichen Grössenverhältnisse wird die Belastung für die amerikanische Wirtschaft grösser ausfallen.



Für die einen recht, für die anderen schlecht! Sicherlich, das Hilfspaket hilft den Finanzmärkten und ein Untergang des Finanzsystems kann damit verhindert werden. Doch die Tatsache, dass damit ein Steuergeschenk von USD 100 Mrd. verbunden wird, zeigt den amerikanischen Unwillen zu sparen. Das Resultat ist eine höhere Staatsverschuldung und eine höhere Inflation.

Schon heute liegt mit über 50% der grösste Teil amerikanischer Staatsschulden in den Händen von Nicht-Amerikanern. Mit anderen Worten haben es diese ausländischen Investoren den Amerikanern ermöglicht, zu tiefen Kosten auf Pump Häuser zu kaufen und unsere Exportgüter zu konsumieren.

<sup>4</sup> Federal Deposit Insurance Corporation

## Anlagebericht - 30. September 2008

Die zentrale Frage, welche sich dem amerikanischen Schatzamt stellt ist, wie man diese Gläubiger bei der Stange hält, respektive Anreize schafft, ihren Finanzierungsanteil an der Staatsverschuldung nochmals auszubauen. Denn vom amerikanischen Konsumenten ist nichts zu holen, der ist völlig ausgebrannt und die amerikanischen Banken befinden sich inmitten eines Schrumpfungprozesses.

Während der letzten Rezession hatten sich ausländische Investoren von US Staatsobligationen getrennt, um die eigene Wirtschaft zu stützen. Sollte dies auch dieses Mal eintreten, wäre dies ein extrem schlechter Zeitpunkt für Amerika. Deshalb muss die Wirtschaft am Leben erhalten werden, koste es was es wolle!

Insgesamt wird es sicherlich keine leichte Aufgabe für die amerikanische Notenbank und die „Nach-Bush-Administration“ werden.

In Europa werden die Hilfsaktionen früher oder später ebenfalls über eine weitere Staatsverschuldung finanziert werden, jedoch in kleinerem Ausmass, weniger belastend für die Wirtschaft und deshalb auch weniger inflationstreibend.

### Grössenverhältnisse

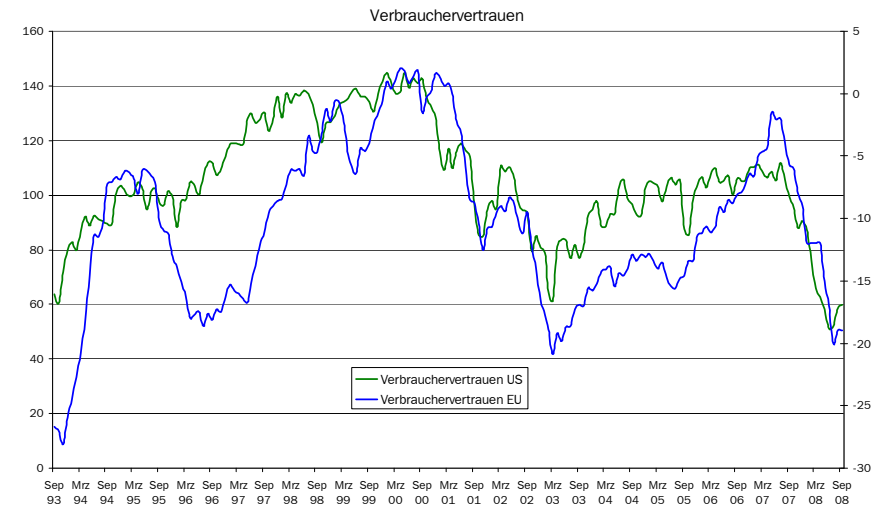
Gemessen am BIP betrug die weltweite Wirtschaftsleistung für das letzte Jahr USD 54,62<sup>5</sup> Billionen.

	EU	USD 16,620 Bln	30,4%	
1.	USA	13,840	25,3%	<b>55,7%</b>
2.	Japan	4,384	8,0%	<b>63,7%</b>
3.	Deutschland	3,322	6,1%	
4.	China	3,251	6,0%	
5.	UK	2,773	5,1%	
6.	Frankreich	2,560	4,7%	
7.	Italien	2,105	3,9%	
8.	Spanien	1,439	2,6%	
9.	Kanada	1,432	2,6%	<b>66,3%</b>
10.	Brasilien	1,314	2,4%	
11.	Russland	1,286	2,4%	
12.	Indien	1,099	2,0%	
21.	Schweiz	0,424	0,8%	<b>67,1%</b>

<sup>5</sup> CIA Factbook 2007

Die oben aufgeführte Rangliste überrascht den einen oder anderen Leser vielleicht. Der mit Abstand grösste Wirtschaftsblock ist nicht etwa die USA, sondern Europa. Nicht erstaunen dürfte hingegen, dass weiterhin rund 2/3 der weltweiten Wirtschaftsleistung in den Händen der industrialisierten Welt liegen. Dies wird sich in der nächsten Zeit auch nicht gross zu Gunsten der BRIC Länder verschieben (siehe dazu Schwellenländer).

Geht man davon aus, dass 60 –70% des BIPs auf dem Privatkonsum basieren, ist der Konsument der industrialisierten Welt für rund 43%<sup>6</sup> des BIP verantwortlich, aber wohlgerneht 18% aus den USA und 25% aus Europa kommend! Deshalb ist es enorm wichtig zu erfahren, wie es um die Psyche des Konsumenten in diesen Regionen bestellt ist.



Um es kurz zu fassen: **„Es sieht schlecht aus!“** Sämtliche Frühindikatoren für die Vereinigten Staaten sowie Europa zeigen Richtung Süden. Eine Rezession scheint unvermeidbar. Rückblickend gesehen hat die europäische Wirtschaft im 2. Quartal 2008 um 0,2% abgenommen. In den Staaten hingegen konnte wegen Steuerergaben dieses Mal noch Boden gut gemacht werden (+2,6%). Doch eine steigen-

<sup>6</sup>  $(25,3 + 2,6) * 0,7 + (30,4 + 8,0 + 0,8) * 0,6 = 43,05$

---

## Anlagebericht - 30. September 2008

---

de Arbeitslosenrate von zuletzt 6,1% in den USA spricht eine andere Sprache. Deshalb ist ja auch bereits das nächste Steuergeschenk von USD 100 Mrd. unterwegs. Wie gesagt, den Amerikanern liegt das Ausgeben, nicht das Sparen. Ein solches Paket könnte Amerika auch im nächsten Quartal helfen, den Kopf einigermaßen über Wasser zu halten.

Die Beschäftigungszahlen in Europa liegen zwar immer noch auf dem Höchststand, doch ist dies ein sogenannter nachlaufender Faktor, welcher auf eine Wirtschaftverlangsamung mit deutlicher Verspätung reagiert. Das Konsumentenvertrauen ist, übrigens nicht nur in Europa, sondern überall in der industrialisierten Welt, am fallen.

Sollte sich die amerikanische Wirtschaft trotz allem schneller als die europäische erholen, kann dies aus heutiger Betrachtung nur zu Lasten einer höheren Fremdkapitalquote des Staates erfolgen. Damit wäre denn auch die Saat für die nächste Krise gesät.

### Kreditmärkte

Der Prozess der Reduktion des Verschuldungsgrades<sup>7</sup> der amerikanischen Privatwirtschaft schreitet vor allem bei Finanzinstituten in riesigen Schritten voran. In einem ersten Schritt wird die Fremdfinanzierung auf Vater Staat übertragen. Sicherlich werden die damit verbundenen Kosten erst einmal sozialisiert, d.h. Steuerzahler werden für die Kreditkosten aufkommen müssen. Dies heisst aber nicht, dass mittelfristig aus diesen Umschichtungen Verluste entstehen müssen. Im Gegenteil, wenn das Schatzamt die Schulden zu einem vernünftigen Preis übernimmt, können damit längerfristig Gewinne erzielt werden. Die Antwort auf die Frage, warum die Schulden überhaupt auf den Staat übertragen werden, lautet, dass im Gegensatz zu den Banken der Staat jene Zeit hat, die den Banken gegenwärtig fehlt.

Zukünftig darf jedoch davon ausgegangen werden, dass die Kreditvergabe von Universalbanken auf Grund neuer Bestimmungen restriktiver gehandhabt wird. Damit werden die Kosten für Fremdkapital, sprich Zinsen, steigen und damit auch Investitionen gebremst. Längerfristig werden diese höheren Kosten bis zu den Konsumenten durchschlagen, was letztlich wiederum inflationstreibend wirken wird.

Was bedeutet dies für

#### a) Kleine und mittelgrosse Unternehmen?

Die Kreditvergabe für kleine und mittelgrosse Betriebe wird nur noch beschränkt über die Banken erfolgen können, da diese ihre Bilanz nicht mehr wie bisher aufblähen und sich im Kapitalmarkt refinanzieren können. Andere Marktteilnehmer, wie Private Equity Funds, Venture Capital Funds und Hedge Funds werden in diese Marktbresche springen. Dies kann aber auch Formen annehmen, die wir uns zur Zeit noch nicht vorstellen können. Als Beispiel sei hier die englische Supermarktkette Tesco aufgeführt, die auf Grund hoher Nachfrage zur Zeit prüft, ob sie ins Spar- und Hypothekengeschäft einsteigen soll!

Bis neue Wege zur Refinanzierung gefunden werden, dürften die Kosten für Fremdfinanzierung für diesen Teil des Marktes steigen.

#### b) Publikumsgesellschaften?

Auch für dieses Marktsegment werden Banken restriktiver vorgehen, d.h. Publikumsgesellschaften werden vermehrt direkt auf dem Kapitalmarkt auftreten und Banken lediglich als Berater und/oder als Platzierungsagenten benutzen. Dies wird die Kosten für Fremdkapital tendenziell ebenfalls in die Höhe treiben.

Mit dem vorgehenden Strukturwandel werden allgemein die Kosten für Fremdfinanzierungen steigen. Tendenziell werden damit Unternehmensgewinne negativ beeinflusst, dafür wird aber auch die Volatilität der Ergebnisse etwas abnehmen.

### Kapitalmärkte heute

Allem Aktivismus der Notenbanken zum Trotz ist die Situation an den Kapitalmärkten extrem angespannt. Das Vertrauen unter den Banken muss dringend wieder hergestellt werden, bevor sich die Zinsaufschläge für Obligationen minderer Qualität wieder schliessen können. Die Aufschläge handeln zu Höchstwerten, wie wir sie das letzte Mal anfangs 2003 gesehen haben. – Hier bieten sich vor allem im hochverzinslichen Rentenbereich in naher Zukunft Investmentmöglichkeiten, welche sich nur alle 5 bis 10 Jahre ergeben.

### Währungen

Noch gilt der US Dollar als sicherer Hafen. Die gegenwärtige Stärke der amerikanischen Valuta dürfte auf die Repatriierung von Geldflüssen, Liquiditätsbeschaffung von Hedge Funds, „Save Haven“ des liquidadesten Marktes (USD) und auf tiefere Rohstoff-

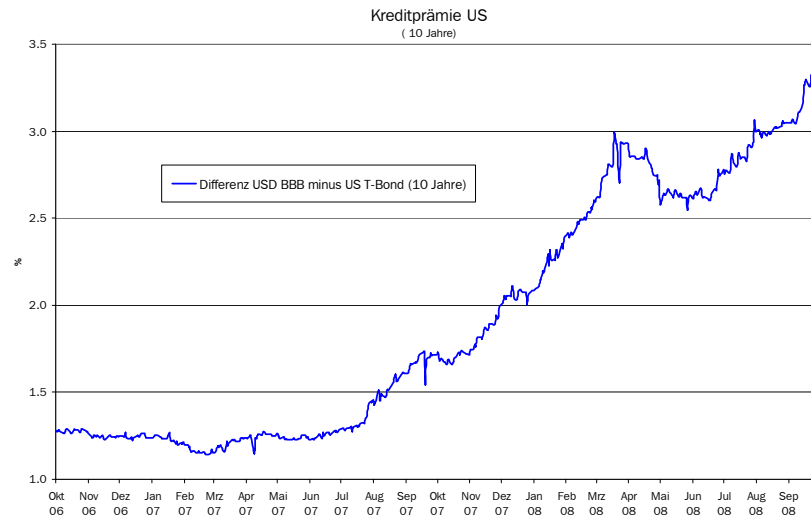
---

<sup>7</sup> Delveraging Process

## Anlagebericht - 30. September 2008

preise zurückzuführen sein. Dabei handelt es sich jedoch um sehr flüchtige Geldflüsse. Deshalb ist anzunehmen, dass der US Dollar bei tieferen Volatilitäten der Finanzmärkte und der Erkenntnis, dass nicht alles Triple A ist, wo AAA draufsteht, wieder die Marschrichtung einer schwächeren Währung einschlagen wird.

Der Euro konnte dieses Mal die Rolle des sicheren Hafens nicht übernehmen, da die Zinsen auf dem alten Kontinent ein höheres Reduktionsrisiko aufweisen als die US Zinsen. Dies ist übrigens eine der Haupterklärungen für den schwächelnden Euro in den letzten Wochen. Viele Hedge Funds haben ihre Carry Positionen<sup>8</sup> Euro/Yen aufgelöst.



### Hedge Funds

Im relativen Vergleich hat sich diese Wertpapierklasse dieses Jahr gut geschlagen. Absolut gesehen, werden aber viele Investoren enttäuscht sein. Innerhalb von 8 Jahren sind Hedge Funds zu einer Industrie mit über USD 2 Billionen an verwalteten Geldern gewachsen. Hier ist zu erwarten, dass sich die Spreu vom Weizen trennen wird

<sup>8</sup> Fremdfinanzierung in Tiefzinswährung, Yen oder Schweizer Franken und Anlage in die Hochzinswährung Euro

und verschiedene Boutiquen ihre Türen wieder schliessen. Dies wird die schon seit langem geforderte Transparenz etwas erhöhen.

Zum heutigen Zeitpunkt ist es aber schwierig zu bestimmen, welche der Funds überleben werden. Nichtsdestotrotz glauben wir an diese Wertpapierklasse und halten es für intelligent, unsere Wetten auf Fund of Funds zu verteilen. Nach wie vor erwarten wir mit der Beimischung dieser Anlageklasse für ein ausgewogenes Portfolio eine Beruhigung der Volatilität.

### Schwellenländer

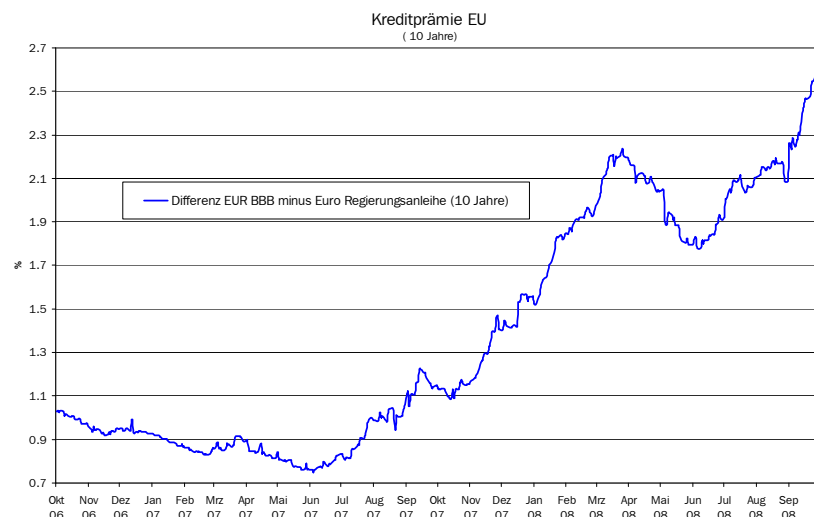
Wir haben schon vor einiger Zeit darüber berichtet, dass in Anbetracht der Globalisierung ein „Decoupling“ von Schwellenländern nicht vorstellbar ist. Um dieses Argument nochmals zu unterstreichen, finden Sie nachfolgend eine Tabelle mit den wichtigsten Handelspartnern der jeweiligen Schwellenländer.

<b>Brasilien</b> <sup>4</sup>	USD 160,6 bln	USA	14,2%
		China	9,2%
		Argentinien	8,3%
		Deutschland	4,4%
		Holland	4,3%
		Total der grössten Export Partner nicht Schwellenländer	22,9%
Total der/des grössten Export Partner Schwellenländer		17,5%	
<b>Russland</b>	USD 365 bln	Deutschland	9,5%
		Holland	7,5%
		Türkei	6%
		Italien	5,6%
		Ukraine	5%
		China	5%
		USA	4,8%
		Weissrussland (Belarus)	4,6%
		Schweiz	4%
		Total der grössten Export Partner nicht Schwellenländer	31,4%
Total der/des grössten Export Partner Schwellenländer		20,6%	

## Anlagebericht - 30. September 2008

<b>Indien</b>	USD 150,8 bln	USA	15,1%
		UAE	8,8%
		China	8,4%
		U.K.	4,3%
		Total der grössten Export Partner nicht Schwellenländer	19,4%
Total der/des grössten Export Partner Schwellenländer		17,2%	
<b>China</b>	USD 1'217 bln	USA	19,4%
		Hong Kong	15,2%
		Japan	8,4%
		Südkorea	4,6%
		Deutschland	4,1%
		Total der grössten Export Partner nicht Schwellenländer	31,9%
Total der/des grössten Export Partner Schwellenländer		19,8%	

Brasilien und Russland werden unter der Preiskorrektur und der schwindenden Nachfrage von Rohstoffen zu leiden haben. Indien und China sind mit der industrialisierten Welt stark verknüpft und werden mit einem verminderten Bedarf an Gütern sowie Serviceleistungen zu kämpfen haben. Die Frachtraten sind in den letzten Monaten um bis zu 70% eingebrochen, dies spricht Bände.



Es ist schlichtweg eine Illusion zu glauben, dass China mit einem Konsumanteil von gerade einmal 30% des BIP beim Abschwung der Wirtschaften der industrialisierten Welt ungeschoren davonkommen wird.

### Ausblick Aktienmärkte

Noch beschäftigt das Thema des amerikanischen Hilfspaketes die Aktienmärkte. Die Augen werden sich aber schon bald auf die Gewinnentwicklung der Unternehmen im dritten Quartal richten. Hauptsächlich wird aber Rezessionsangst die Aktienmärkte beschäftigen. Einiges dürfte in den Aktienkursen bereits eskomptiert sein.

Die Entwicklung der Zinssätze für kurzfristige amerikanische Staatsobligationen signalisiert, dass in den letzten Wochen extrem viel Liquidität parkiert worden ist, dies aber zu negativen Realzinsen. Wie lange wird das wohl dort parkiert bleiben?

	Kurs-/Gewinnverhältnis		
	30.9.2008	31.12.2007	Veränderung
MSCI Welt Index	13,6	15,7	<b>-13,4%</b>
DAX Index/DE	11,4	13,6	<b>-16,2%</b>
DJ STOXX 600 Index/EU	10,9	12,4	<b>-12,1%</b>
S & P 500 Index/USA	21,7	18,3	<b>18,6%</b>
SPI Index/CH	30,8	15,8	<b>94,9%</b>
TOPIX Index/JPN	13,1	17,8	<b>-26,4%</b>
	Aktien-gewinn- renditen <sup>9</sup>	Obligationen- renditen	Risiko- prämie <sup>10</sup>
Deutschland	8,8%	3,9%	4,9%
Europa	9,2%	3,9%	5,3%
USA	4,6%	3,7%	0,9%
Schweiz	3,5%	2,6%	0,9%
Japan	7,6%	1,5%	6,1%

Das Risiko, in Aktien unterinvestiert zu sein, steigt in rasantem Tempo. Relativ zu Obligationen sowie absolut betrachtet sind Aktien unterbewertet. Dabei favorisieren wir europäische und japanische Aktien.

<sup>9</sup> Bloomberg per Quartalsende

<sup>10</sup> Die durchschnittliche historische Risikoprämie für amerikanische Aktien liegt bei 1,5%

---

## Anlagebericht - 30. September 2008

---

### Konklusion

Die Finanzmärkte sind extrem verunsichert und immer wieder von Panikattacken überschattet. Die Psyche des Marktes ist schwer angeschlagen; Mr. Market leidet zur Zeit unter einer tiefen Depression, wie wir sie das letzte Mal Ende der 20iger Jahre des vergangenen Jahrhunderts gesehen haben.

Wenn 3-monatige Staatspapiere im Greenback letzte Woche zum Tiefst noch zu 0,07% verzinst wurden, dann herrscht eindeutig Anlagenotstand. Am Markt herrscht Orientierungslosigkeit. – Der Markt sucht bewährte Navigationshilfen, dabei wird der Bewertung von Aktien, Sicherheit sowie Dividendenrenditen eine überproportionale Rolle zuteil werden. Grosskapitalisierte, unterbewertete Aktien und andere wertorientierte Anlagen werden über die kommenden Jahre überdurchschnittliche Renditen erzielen!

Unsere Assetallokation zusammengefasst:

Anlagekategorien

Geldmarkt	übergewichtet
Obligationen	neutral gewichtet / kurze Duration
Aktien USA	untergewichtet
Aktien Europa	untergewichtet
Aktien Schweiz	untergewichtet
Aktien Japan	untergewichtet
Aktien Schwellenländer	übergewichtet
Nicht traditionelle Anlagen	neutral gewichtet

*Stefan Riesen, CFA  
Chief Investment Officer*

Vaduz/Zürich, 30. September 2008