

Antony Michael

Der Anleihenstrategie von Aberdeen favorisiert asiatische Bondmärkte. **6**

Bruno Frick

Der CVP-Ständerat will die steuerliche Attraktivität der Schweiz erhöhen. **26**

Mark Mobius

Der Fondsmanager von Templeton Asset Management empfiehlt einen Aufbau von Positionen in Schwellenmärkten. **29**

Alan Brown

Der Schroders-Chefstrategie sieht Anlagenchancen trotz Wirtschaftskrise. **33**

FINANZ und WIRTSCHAFT

www.fuw.ch

redaktion@fuw.ch / verlag@fuw.ch
AZ 8021 Zürich, Telefon 044 298 35 35, Abo-Service 044 404 65 55
Fax Redaktion 044 298 35 50, Fax Verlag 044 298 35 00, Fax Abo-Service 044 404 69 24

08079
9 770015 220007

Hilferuf nach Washington

Der Paulson-Plan hat am Freitag im US-Repräsentantenhaus für heftige Diskussionen gesorgt. Ob die vorgeschlagenen Massnahmen den gewünschten Effekt erzielen und die Kreditklemme lösen, bleibt umstritten. **Seite 35**

Frankreich strebt einen europäischen Rettungsplan an. **Seite 34**

Überraschende Wende in der Übernahme der US-Bank Wachovia. **Seite 7**

UBS am Wendepunkt

Die Grossbank weist für das dritte Quartal voraussichtlich einen kleinen Gewinn aus. Weitere Milliardenabschreiber sind durch eine Tieferbewertung der Kreditschulden in Milliardenhöhe abgedeckt worden. Die Risikopositionen in der Bilanz wurden noch mehr zurückgefahren. Zudem werden in der Investment Bank weitere 2000 Stellen abgebaut. Die UBS ist an einem Wendepunkt zu besseren Zeiten, doch der Weg bleibt ruppig. **Seite 2**

Die Grossbank weist für das dritte Quartal voraussichtlich einen kleinen Gewinn aus. Weitere Milliardenabschreiber sind durch eine Tieferbewertung der Kreditschulden in Milliardenhöhe abgedeckt worden. Die Risikopositionen in der Bilanz wurden noch mehr zurückgefahren. Zudem werden in der Investment Bank weitere 2000 Stellen abgebaut. Die UBS ist an einem Wendepunkt zu besseren Zeiten, doch der Weg bleibt ruppig. **Seite 2**

Hedge Funds in Bedrängnis

Negative Renditen, in der Konkursmasse von Lehman blockierte Vermögen und ein Verbot von Leerverkäufen werden für Hedge Funds zur Bewährungsprobe. Die Branche steht vor einer opferreichen Bereinigung. **Seite 19**

Börsen erwarten Rezession

Die Weltwirtschaft kühlt sich ab. In Erwartung einer Rezession in den USA und Europa sowie einer Abschwächung in Asien haben zyklische Valoren in den vergangenen Monaten kräftig korrigiert. Die Gewinnsschätzungen der Analysten sind indes noch viel zu hoch. **Seite 31**

Kurve des Misstrauens

Der Ted-Spread nimmt Kurs auf die 4%-Marke – vor einem Monat betrug er noch 1,1%. Der Libor, der Zins, zu dem sich Banken gegenseitig Geld ausleihen, steigt unaufhaltsam. Im Dollar betrug der Libor-OIS-Spread im Zwölfmonatsdurchschnitt bis Juli 2007 acht Basispunkte. Jetzt sind es 286! **Seite 5**

Private Equity kaufbereit

Beteiligungsfonds können leicht Milliardenbeträge einsetzen. «Private Equity funktioniert in jeder Marktverfassung», sagt Thomas Kubr von Capital Dynamics, «vorderhand halt wieder mit einem geringeren Kredithebel.» **Seite 17**

Erfolgsmodell Steuerwettbewerb



Von Gerold Bühler

Die Diskussionen über den Steuerwettbewerb dürften mit der zur Debatte stehenden SP-Initiative «Für faire Steuern. Stopp dem Missbrauch beim Steuerwettbewerb» ein weiteres Mal entfacht werden. Die Linke sieht im Wettbewerb der Kantone und der Gemeinden einen «ruinösen Steuersenkungswettlauf» und will diesen durch das Festlegen von Mindeststeuersätzen einschränken. Im Weiteren soll eine stärkere Umverteilung zwischen den Kantonen für mehr Gerechtigkeit sorgen. Um nach aussen hin dem ganzen Vorhaben etwas die Schärfe zu nehmen, werden erst steuerbare Einkommen ab 250 000 Fr. dieser Harmonisierung unterstellt. Nach dem gleichen Muster wird bei der Vermögenssteuer vorgegangen.

Der Umstand, dass hohe Einkommen und Vermögen in steuergünstigen Kantonen gut wegkommen, ist ideologisch zweifellos die Triebfeder hinter diesem Volksbegehren. Wer nach wirtschaftlichen Begründungen für diese Initiative sucht, wird allerdings kaum fündig. Denn eines scheint klar zu sein: Erreicht würde mit dieser Initiative letztlich eine Steuererhöhung, auch für die mittleren Einkommen.

Disziplinierende Kraft

Während andere Länder föderalistische Elemente wieder zu stärken versuchen, sollten wir Bewährtes nicht über Bord werfen. Der Zusammenhalt der Schweiz ist ohne Föderalismus nicht denkbar. Nur der Föderalismus erlaubt, dezentral Neuerungen zu versuchen, von denen oft positive Wirkungen auf den Bundesstaat ausgingen. Allzu leichtfertig wird vergessen, dass das Erfolgsmodell Schweiz wesentlich auf den Pfeilern Freiheit, Föderalismus und Wettbewerb baut. Eine weitgehende Überlappung von Ausgaben- und Einnahmenverantwortung ist in diesem Kontext ein zentraler Garant zugunsten einer nachhaltigen Politik. Mehr Zentralismus und Ausgleichsmechanismen fördern einen unproduktiven, strukturerhaltenden Subventionswettlauf und schwächen den notwendigen Innovationsdruck.

Genauso wie eine Kartellisierung der Wirtschaft mit Blick auf die Konkurrenzfähigkeit nachteilig ist, würde eine Eliminierung des Wettbewerbs die Steuer-

zahler insgesamt mehr zur Kasse bitten. Besonders die versprochene grössere soziale Gerechtigkeit würde letztlich, das zeigen Beispiele aus dem Ausland, zum Bumerang verkommen.

Erstens kann kein Zweifel daran bestehen, dass mit einer Aufweichung der finanziellen Verantwortung der Kantone die Bürgernähe sowie der Zwang zum haushälterischen Umgang mit den Mitteln nachlassen würden. Überall dort, wo die Ausgaben aus dem Ruder zu laufen drohen, geht vom Steuerwettbewerb eine disziplinierende Kraft aus. Ein sparsamer Umgang mit den Steuergeldern muss aber keineswegs das Kosten-Nutzen-Verhältnis gegenüber der Bevölkerung beeinträchtigen. Ein Blick zurück auf den innerschweizerischen Steuerwettbewerb macht das deutlich. Und von einem Aushungern der

Es gibt fast nichts, was dem Bundesrat in den Sinn gekommen ist. Fast alles hat er den Kantonen aus ihren praktischen Experimentierfeldern abgeschaut.

Raymond Broger

ehem. Ständerat Appenzell I. Rh.

öffentlichen Kassen wegen des Steuerwettbewerbs kann keine Rede sein. Im Gegenteil, auch in den Kantonen sind die Ausgaben seit 1990 deutlich stärker gestiegen als das Bruttoinlandprodukt.

Der Steuerwettbewerb dient den Bürgerinnen und Bürgern nicht nur als Vergleichsmaßstab. Er zwingt dazu, zukunftsorientiert neue Wege zu erkunden, um so gegen andere Kantone bestehen zu können. Die Praxis bestätigt diesen Sachverhalt. Es waren nämlich in der Regel Kantone, welche die Initiative für steuerpolitische Innovationen ergriffen. Ohne diesen Wettbewerbsdruck hätte unser Land insgesamt an Attraktivität verloren. Das Lamentieren über schädliche Auswirkungen des Steuerwettbewerbs ist von daher nicht gerechtfertigt. In Anbetracht des international anhaltenden Standortwettbewerbs wäre ein Abrücken von der bewährten föderativen Steuerordnung umso gefährlicher.

Bei aller Berechtigung vermehrter interkantonalen Kooperation sind auch die Stände gut beraten, den dynamischen Steuerwettbewerb nicht von innen heraus zu schwächen. Der Ruf zugunsten einer Einengung der Bandbreite bei den Sätzen seitens der Hochsteuerkantone bringt niemandem nachhaltige Vorteile. Es ist ein Trugschluss zu meinen, damit könnten die finanzschwachen Kantone besser

geschützt werden. Die Zeche würden als Folge nachlassender Multiplikatoreffekte auch sie zahlen.

Zweitens klammert die mit der Initiative anvisierte stärkere Belastung der hohen Einkommen unwiderlegbare Elemente der Steuerstruktur schlicht aus. So tragen beispielsweise bei der direkten Bundessteuer 8% der Steuerzahler gegen 70% der gesamten Einnahmen. Angesichts dieses Sachverhalts scheint es klar zu sein, dass mangelnde Konkurrenz im oberen Segment früher oder später zu einer erheblichen Mehrbelastung der durchschnittlichen Einkommen führen würde.

Diese Tendenz ist umso wahrscheinlicher, als der internationale Steuerwettbewerb auf die gut betuchte Klientel fokussiert ist. Besonders deutlich wird diese Abhängigkeit im Fall der juristischen Personen, wo 2% der Unternehmen 90% des Steueraufkommens bestreiten. Ja, mit Reichtumssteuern vertreibt man höchstens gute Steuerzahler und schwächt dadurch die Gemeinschaft. Das Beispiel Baselland aus dem Jahr 1973 macht diesen Sachverhalt deutlich. Der Reichtumssteuer war dort lediglich ein kurzes Leben beschieden.

Wachstumsfördernd

Eine dritte Behauptung gipfelt darin, die öffentlichen Haushalte würden durch den Steuerwettbewerb ausgehungert. Auch diese Behauptung schießt ins Leere. Trotz des Steuerwettbewerbs ist die Fiskalquote in den vergangenen fünfzehn Jahren gestiegen. Das Lamentieren wegen der Einnahmehinfalligkeit ist daher unbegründet. Im Gegenteil, niedrige Steuersätze haben sich als ausgezeichnete Investition zugunsten von mehr Steuereinnahmen in der Zukunft erwiesen. Das zeigt sich am Beispiel steuergünstiger Kantone deutlich.

Die Korrelation lässt sich auch aus zahlreichen internationalen Vergleichen herleiten. Gezielte Steuersenkungen, gekoppelt mit einer wachstumsorientierten Wirtschaftspolitik, haben dazu geführt, dass beispielsweise in den Vereinigten Staaten oder in Grossbritannien die Steuereinnahmen in den vergangenen zwei Jahrzehnten deutlich stärker gestiegen sind als in kontinentaleuropäischen Steuerhochländern. Ein Blick zurück macht deutlich, dass nicht der Steuerwettbewerb, sondern höchstens eine nach oben laufende Steuerspirale ruinös war. Die Leistungsbereitschaft der Bevölkerung und die Anziehungskraft für Unternehmen wurden beeinträchtigt.

Schliesslich lässt sich viertens auch das Argument der sozialen Solidarität leicht

Fortsetzung auf Seite 10

Gerold Bühler ist Präsident der Economiesuisse, des Verbands der Schweizer Unternehmen.

Martin Senn, Zurich Financial «Diversifikation wird kniffliger»

Der Versicherungskonzern Zurich Financial Services hat wegen des Zusammenbruchs von Sigma Finance Corporation und von Washington Mutual Forderungen von zusammen 320 Mio. \$ abzuschreiben. Zusammen mit der bereits früher bekannt gemachten Wertberichtigung von Forderungen gegenüber Lehman Brothers im Umfang von 295 Mio. \$ werden der Drittquartalsrechnung gut 600 Mio. \$ belastet. Dieser Betrag entspricht 0,3% der gesamten Kapitalanlagen – aber knapp 10% eines Jahresgewinns. Zurich-FS-Anlagechef Martin Senn geht davon aus, dass die bewährten Anlagegrundsätze den Konzern vor einem Klumpenausfall schützen.

— Herr Senn, wie vermindert der Zurich-Konzern die Gefahr, dass im rund 200 Mrd. \$ umfassenden Portfolio einzelne Schuldner zu einem Klumpenrisiko werden?

Die Investmentphilosophie von Zurich FS baut auf bewährten Anlagegrundsätzen. Sie zeichnet sich unter anderem dadurch aus, dass in Anlagen von hoher Qualität investiert wird und dass in der Bewirtschaftung des Portfolios strikte Limiten des Gegenparteirisikos eingehalten werden, sodass sich die angestrebte Diversifikation auch tatsächlich einstellt. Zuletzt sind in kurzer Zeit viele bekannte und renommierte Namen aus der Finanzwelt verschwunden. So gesehen sind die von Zurich bekannt gegebenen Abschreibungen vergleichsweise tief. Die Konzentration in der Finanzbranche macht es anspruchsvoller, eine genügende Diversifikation der Risiken zu erzielen.

— Der Abschreibungsbedarf auf den Positionen Lehman Brothers und Washington Mutual mag prozentual betrachtet nicht besonders gross sein. Weshalb ist es aber trotz Warnzeichen über die Bonität dieser Institute nicht gelungen, aus den Engagements rechtzeitig gänzlich auszusteigen?

Wir befinden uns inmitten einer ausgewachsenen Finanzkrise, wie wir sie seit den Dreissigerjahren des letzten Jahrhunderts nicht mehr gesehen haben. Bei Eintritt eines allgemeinen Vertrauensverlusts in den Finanzsektor sind die Warnzeichen überall und spiegeln sich natürlich in Kursrückgängen aller entsprechenden Wertpapiere. In solchen Situationen ist es ausgesprochen schwierig vorzusehen, welche der mit Warnzeichen versehenen Institute untergehen werden.

— Was kehrt Zurich vor, um vom möglichen Zusammenbruch weiterer Finanzinstitute nicht oder nur wenig betroffen zu werden?

Entscheidend ist die disziplinierte und

Fortsetzung auf Seite 16 mit:

Zurich: «Bewährt»

SIE HÄTTE GERNE MEHR AUF DER SEITE? DANN BLÄTTERN SIE AUF SEITE 14.

Picard | Angst

Strukturierte Produkte

Keep it simple

Picard Angst Structured Products AG
Bahnhofstrasse 13-15, CH-8808 Pfäffikon SZ
+41 (0)55 290 55 55 | www.picardangst.ch



«Stabil, sicher und rentabel? Wir setzen auf IMMOFONDS.»

IMMOFONDS
der Fonds für Immobilien
www.immofonds.ch Valor 977876

allreal schafft Werte

Ein solider Wert

Allreal kombiniert ein ertragsstabiles Liegenschaftensportfolio mit der Tätigkeit des Generalunternehmers.

Leistungsausweis im 1. Halbjahr 2008

Nettorendite Anlageliegenschaften	5.2%
Marktwert Anlageliegenschaften (in CHF Mio.)	2116.1

Allreal-Gruppe: Zürich, Basel, Bern, St. Gallen
www.allreal.ch

Erfolgsmodell Steuerwettbewerb

entkräften. Ganz im Gegenteil, Wettbewerb und im Besonderen auch der Steuerwettbewerb haben die Voraussetzungen für den sozialen Ausgleich gestärkt und nicht geschwächt.

Eine konkurrenzfähige Steuerpolitik hat via höhere Beschäftigung und steigende Arbeitseinkommen einen positiven Beitrag auch an die Sozialwerke geleistet. Von daher ist das Wehklagen über die steuerliche Anziehungskraft der Schweiz für hohe Einkommen unverständlich. Gerade in den steuerlich attraktiven Kantonen werden auch die unteren Einkommen überdurchschnittlich entlastet.

Dann darf auch der Transmissions-effekt von finanzstarken Kantonen zugunsten der übrigen Stände und des Bundes nicht vergessen werden. Das Huhn zu schlachten, das goldene Eier legt, hat sich jedenfalls nie ausbezahlt.

Man kann es drehen und wenden, wie man will, es gibt keine Alternative zum

Steuerwettbewerb. Genauso wie eine Abschottung von Märkten Innovation und Produktivität lähmt und dadurch den Konsumenten teuer zu stehen kommt, führt auch mangelnder Steuerwettbewerb zu Folgeschäden.

Wer mit dem Slogan von mehr Gerechtigkeit gegen den Steuerwettbewerb antritt, streut unseren Bürgerinnen und Bürgern Sand in die Augen. Nebst leistungsfähigen Unternehmen, einer hohen Qualität in Bildung und Forschung sowie flexiblen Arbeitsmärkten hat der Steuertrumpf wesentlich dazu beigetragen, dass die Schweiz zu den Globalisierungsgewinnern zählt. Damit das auch in Zukunft so ist, darf der Steuerwettbewerb nicht beschnitten werden. Dies gilt selbstverständlich nicht nur mit Blick auf die Kantone, sondern auch für den Steuerstreit mit Brüssel, wo unsere Souveränität keinesfalls zur Disposition gestellt werden darf.