

THETA AG

THETA Weltbild

31.03.2020

Deflation - Inflation - Wendepunkt?

THETA Weltbild:

Deflation – Inflation - Wendepunkt?

Sehr geehrte/r Kunde/in
Sehr geehrte/r Interessent/in

Wirtschaftlich löst das Corona-Virus global die gleichen Symptome aus:

- fehlendes Schutzmaterial
- leere Regale im Einkaufszentrum
- Home Office
- Angst

Wie hoch der wirtschaftliche Abschwung und die Auswirkungen auf die Finanzmärkte sein werden, ist schwer abzuschätzen und hängt stark von der Zeitdauer der Krise ab. Fakt ist, dass der global zeitlich verschobene Ausbruch der Infektionen zu einer Aneinanderreihung von Ereignissen führen wird und dadurch deutlich länger dauern dürfte als bei rein statischer Betrachtung. Eine erneute, gewaltige Geldschwemme seitens der Notenbanken und Staaten soll die Wirtschaft stützen. Kommen wir nun in eine hyperinflationäre Phase oder in eine Deflation aufgrund der grossen Unsicherheit und des damit verbundenen Konsumrückgangs?

Neugeld als Medizin

In den vergangenen Krisen (dot-com, Finanzkrise 2008) wurden bereits enorme Rettungspakete geschnürt und ermöglichten damit einem Finanzinvestor sein sonst notleidendes Kapital zurückzuerhalten. Dies führte zu einer Beruhigung der Märkte und senkte das Zinsniveau. Man wähnte sich in Sicherheit und investierte auch in Staaten/Firmen mit tieferen Bonitäten, in der Hoffnung, dass im Notfall die Gelddruckmaschine (wieder) angeworfen wird.

Ein kurzer Überblick über die aktuelle Situation:

- a) die Renditen von Staatsanleihen liegen im tiefen bzw. negativen Zinsniveau
- b) Covid-19 führt zu einem Schock der Wirtschaft
- c) der Aktienmarkt verzeichnet deutliche Wertverluste
- d) Unternehmensanleihen leiden unter deutlichen Preisrückgängen aufgrund der Befürchtung steigender Ausfallrisiken
- e) die Banken begannen sich zu Misstrauen

- und wir sahen deutliche Preisverzerrungen und eine Illiquidität bei Anleihen
- f) die Notenbanken springen ein und kaufen Anleihen (von Staaten und Unternehmen), um die Zinskosten tief zu halten
 - g) Der Staat unterstützt die Wirtschaft mit Sondermassnahmen wie Kurzarbeit, „Gratis-Krediten“; damit erhöht er seine Ausgaben und somit die Verschuldung

Liest man die Geschichtsbücher, wurden Währungsreformen und Staatsbankrotte oft ausgelöst durch ein sich wiederholender Kreislauf

- Übermässiger Kapitalfluss in die Finanzmärkte; durch Kredite getrieben.
- Wirtschaftseinbruch ausgelöst durch ein unerwartetes Ereignis (Zahlungsunfähigkeit einer Bank; z.B. Spekulationsverlust im Rohstoffmarkt)
- Misstrauen der Marktteilnehmer und Illiquidität des Marktes
- Rettender Staat springt ein; Versorgung des Marktes mit Liquidität; Wirtschaftsankurbelung (Infrastruktur, Militär)
- Steigende Staatsverschuldung

Der Gefahr einer übermässigen Inflation wurde oft mit einer künstlichen Verknappung des Geldes begegnet, was jedoch gegenteilig wirkte und zu Firmenpleiten und einer Deflation führte. So wurde die Geldpresse erneut angeworfen, was schlussendlich zu noch höheren Staatsverschuldungen, einem Vertrauensverlust und danach zur Geldentwertung/Hyperinflation führte.

Corona infiziert nicht nur die Menschen

Auch in der aktuellen Corona-Krise behilft man sich mit neuen Krediten und Politiker haben unglaublich rasch viel Kapital zur Verfügung, um die Wirtschaft zu stützen. Wünschenswert wäre es, wenn jetzt in die Nachhaltigkeit investiert würde, was unsere Wirtschaft langfristig stützen würde.

Es gibt Unterschiede zu vergangenen Krisen. Das Zinsniveau von Staatsanleihen ist tief bzw. negativ. Dass Investoren eine höhere Risikoprämie fordern, ist anhand der stark gestiegenen Renditen bzw. gesunkenen Preisen bei Unternehmensanleihen zu sehen. Die negative Spirale wollen die Notenbanken nun

künstlich mittels Neugeld und dem Aufkauf von Anleihen verhindern.

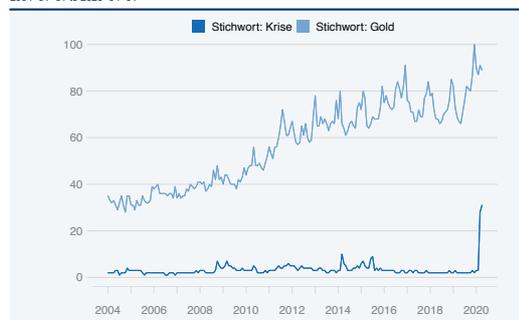
Der Staat pumpt Geld in Form von Kurzarbeitsentschädigungen und Krediten in den Markt, ja sogar mittels à-fond-perdu Beiträge wird versucht, das Vertrauen der Konsumenten zurückzugewinnen. Durch die hohe Verunsicherung, welche durch die Corona-Krise hervorgerufen wird, werden Menschen das Helikopter-Geld lieber als Notgroschen unter die Matratze legen, als dieses für übermässigen Konsum nutzen. Die steigende Arbeitslosigkeit, Illiquidität und hohe Volatilitäten an den Finanzmärkten führen ebenfalls zu höherer Verunsicherung. Gleichzeitig haben wir einen stark gefallen Ölpreis und es wird befürchtet, dass Ölförderer in den USA Konkurs anmelden müssen. Zudem wurde und wird der lokale und globale Handel unterbrochen, was Firmen in finanzielle Engpässe treiben dürfte.

Geld alleine bringt kein Vertrauen

Ein Indikator für die Verunsicherung könnte die Anzahl der Suchen nach einem spezifischen Stichwort im Internet sein. In der nachfolgenden Grafik wird die Suche nach den Stichworten „Krise“ und „Gold“ im zeitlichen Ablauf dargestellt.

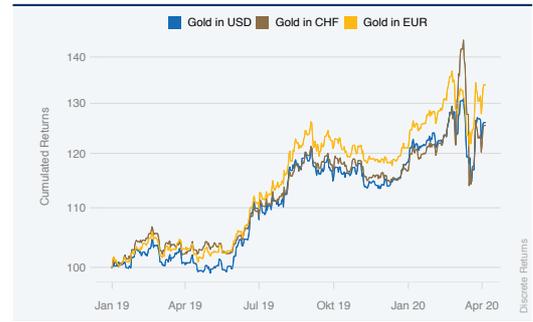
Ein Wert von 100 bedeutet eine übermässige Suche nach dem Begriff, ein Wert von 0 bedeutet, dass niemand nach dem Begriff gesucht hat. Interessant ist, dass wir eine steigende Suche nach Gold sehen und einen deutlichen Anstieg der Suchen nach dem Wort „Krise“.

Trends Suchen im Internet
2004-01-01 to 2020-04-01



Source: Google, THETA AG

Preisentwicklung von Gold
2018-12-31 to 2020-04-09



Source: THETA AG

Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes – mit anderen Worten der eine kauft ein Produkt (=Konsum) und bezahlt damit den Lohn des Shop-Angestellten und dieser Angestellte kann mit seinem Lohn wiederum seinen Konsum decken etc... - nimmt somit ab. Das «Matratzen-Geld» bleibt ungenutzt. Daher wird die Geldmenge noch stärker erhöht, um das Bruttoinlandprodukt und die Liquidität im Markt hoch zu halten. Das viele Geld alleine dürfte die Menschen nicht zum Konsumieren anregen, sondern langfristig verunsichern. Wir können die Pferde zur Tränke führen, aber saufen müssen diese selbst. So müssen wir unabhängig der offenen Geldschleusen kurz- bis mittelfristig mit einem Wirtschaftseinbruch und einer Deflation rechnen.

Langfristig dürfte die gewaltige Geldschwemme jedoch gegenteilige Folgen haben. Wenn dem nicht so wäre, warum werden dann Steuereinnahmen nicht einfach durch die Generierung von neuem Geld finanziert? Warum können unsere Vorsorgewerke nicht einfach mit einer Finanzspritze der Notenbank ausfinanziert werden? Jedem ist klar, dass dies eine inflationäre Wirkung haben würde, weil Geld aus dem Nichts geschaffen würde und keinen Gegenwert hätte. Demzufolge dürfte es nur eine Frage der Zeit sein, bis der Einbruch kommt.

Deal zwischen Staat und Notenbank

Gäbe es eine Lösung aus der Krise? Gehen wir von folgender Hypothese aus: Ein Staat hat CHF 1000 Milliarden Schulden und ein Bruttoinlandprodukt von CHF 800 Milliarden. Seine Verschuldungsquote liegt deshalb bei 125%. Die Notenbank besitzt inzwischen durch Aufkäufe 40% der Staatsschulden, sprich CHF 400 Milliarden. Diese Schulden werden umgeschuldet in eine neue Anleihe mit einer Laufzeit von 100 Jahren zum Zinssatz von 0%, was aktuell ja bereits einer „hohen“ Rendite entspricht...

Steigen anschliessend die Zinsen auf 5%, liegt die Zinslast für den Staat bei jährlich CHF 30 Milliarden (= 600 Mrd. * 5%; die 600 Mrd. müssten am Markt laufend refinanziert werden, weshalb diese Kosten auf 5% steigen würden. Für die 100-jährige Anleihe würde die Zinslast für die kommenden 100 Jahre bei 0% verbleiben.) Wie bekannt, fallen bei steigenden Zinsen die Anleihekurse. So würde auch die 100-jährige Anleihe stark an Wert verlieren. Die **CHF 400 Mrd. schwere Anleihe wäre bei einem Zinsniveau von 5% gerademal noch CHF 3 Mrd. wert**, welche der Staat dann sofort von der Notenbank zurückkaufen und damit seine Verschuldung von CHF 1000 Mrd. auf CHF 600 Mrd. senken könnte (sprich eine Reduktion der Verschuldungsquote um 50 Prozentpunkte!). Wie stark der Wertverlust der Anleihe (Verlust für den Besitzer = Notenbank) sein würde, hängt von der Höhe des Zinsanstieges ab, aber auch zu welchem Zinssatz (Coupon) die 100-jährige Anleihe emittiert wird.

Beispiele:

Coupon	Emission	Zinsanstieg	Wert*
0.5 %	CHF 400 Mrd.	um 5 % auf 5.5 %	CHF 38 Mrd.
1.0 %	CHF 400 Mrd.	um 5 % auf 6.0 %	CHF 67 Mrd.
0.0 %	CHF 400 Mrd.	um 5 % auf 5.0 %	CHF 3 Mrd.

*ökonomischer Wert der Anleihe nach einem sofortigen Anstieg des Zinsniveaus = Rückkaufswert für den Staat

Die Staaten sind somit gut beraten, so schnell wie möglich mit den Notenbanken eine Privatplatzierung einer Sonderanleihe in noch nie dagewesenem Volumen und rekordtiefem Zinsniveau von 0% zu emittieren, noch bevor die Notenbanken gezwungen werden, aufgrund möglicher Inflationsgefahren die Zinsen anzuheben.

Mit anderen Worten (vor wenigen Jahren als „unsinniges Worst Case Szenario“ taxiert): Je mehr Anleihen die Notenbanken aufkaufen, umso negativer wird das Zinsniveau. Bei negativen Zinsen erhält der Staat eine umso höhere Zinsgutschrift, je höher die Schulden sind. Das Haushaltsbudget des Staates wird daher trotz höherer Schulden entlastet! In dieser Phase sollte die vorgenannte Umschuldung stattfinden. Steigen anschliessend die Zinsen auf 5%, kann der Staat die Schuld aufgrund des sehr hohen Wertverlustes der Anleihe für ein Trinkgeld zurückkaufen. Aus heutiger Sicht sehen wir keine Gründe, weshalb ein solches Vorgehen rechtlich keine Gültigkeit hätte. Österreich hatte übrigens 2017 eine 100-jährige Anleihe mit einem Coupon von 2.1% aufgelegt.

Wir fragen uns jedoch, ob ein solches Vorgehen die heutigen Probleme beseitigen könnte?

Eine klare Folge wäre, dass die Notenbank einen immensen Verlust tragen müsste und somit ihr Eigenkapital negativ würde. Jede Firma wäre in einem solchen Fall Konkurs. Eine Notenbank kann jedoch nicht illiquid werden, da diese das Geld selbst herstellen kann. Beispiele aus der Vergangenheit wie z.B. die Notenbank in Tschechien, welche zwischen 2002 und 2014 in einer solchen Lage war, zeigen, dass die Währung nicht zwangsläufig an Schwäche leiden oder es zu Inflation kommen muss. Insbesondere die Notenbanken mit Goldreserven hätten den Vorteil, dass die verbleibende Liquidität im Markt mit einem höheren Anteil Gold gedeckt wäre und bei steigender Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, eine kleinere Geldmenge den Gütern gegenüberstehen würde.

Im Zusammenspiel zwischen Notenbanken und Staat kann die Verschuldung gesteuert werden, sofern sich die Notenbank und der Staat im selben Währungsraum befinden, wie beispielsweise der Schweizer Franken oder der US-Dollar. Litt die Währung unter einer Stärke und hatte die Notenbank interveniert und Fremdwährungsreserven aufgebaut, würde eine weitere Erstarkung der Heimwährung zu einer Vergrösserung des negativen Eigenkapitals führen. Dagegen könnte die Notenbank jedoch mit „unbeschränkten“ Mitteln am Devisenmarkt intervenieren.

Selbst wenn sich der Staat dadurch entschuldigen könnte, verbleiben die Kredite – welche bei Wirtschaftsschwäche vom Staat zur Verfügung gestellt wurde – bei den Unternehmen (sofern es keine à-fond-perdu Beiträge gab). Irgendwann möchte der Staat bzw. die Notenbank seine Forderungen von den Unternehmen eintreiben, welche zu diesem Zeitpunkt jedoch höchstwahrscheinlich überschuldet und zahlungsunfähig sein werden. Daher wird der Staat diese Forderungen abschreiben müssen, womit der Staat Verluste erleidet, eine Verunsicherung aufkommt und die Staatsverschuldung wieder steigen bzw. das Eigenkapital der Notenbank noch negativ würde. Den Teufelskreis, welcher durch eine unvernünftige Kreditvergabe entstanden ist, ist nur schwierig zu durchbrechen.

Vertrauen als zentraler Einflussfaktor

Der gesamte Wirtschaftskreislauf beruht auf Vertrauen zum Staat, in die Notenbanken und die Währung. Bei einer Vertrauenskrise wird der Umschwung sehr rasch erfolgen. So geschehen 1923 (siehe Anhang). Genau genommen fing es früher an. Beispielsweise war der Dollar-Wechselkurs im Januar 1919 bei 7.95 Papiermark pro Dollar. Per Ende des Jahres stieg dieser auf 48.43 Papiermark/Dollar. In den Jahren 1920, 1921 und erste Hälfte 1922 stieg und fiel der Kurs zwischen 50 und 200 bis 300 Mark/Dollar. Der steile Aufstieg begann dann im Juni 1922 als sich der Kurs bis Ende Jahr auf 7350.- vervielfachte. **1923 schoss der Dollarkurs** innert 6 Monaten auf 154'000.- (Juni 1923), dann **auf 10'300'000 Papiermark/Dollar (Sept. 1923)** und bis November waren es utopische 4200 Milliarden. Nach einer turbulenten Zeit von 3.5 Jahren von Jan 1919 bis Mitte 1923 und einer Explosion in der zweiten Jahreshälfte 1923 wusste jeder, dass die Papiermark im Vergleich zu den Gütern keinen Wert hat. Ein Schutz war demzufolge nicht nur das Halten von Gold, sondern auch das Halten einer Auslandswährung und internationaler Anlagen, was zu dieser Zeit in Deutschland für Privatpersonen jedoch politisch verboten wurde. Wir erachten aktuell die Diversifikation in andere Währungen nur noch als mindesten Schutz für ein solches Szenario. Vielmehr sehen wir dadurch den Vorteil, dass die Vermögenswerte in einem anderen Rechtsraum liegen.

So einfach und einleuchtend der Kreislauf: Kredite - Wirtschaftsunterstützung - Überschuldung und Geldmengenausweitung - auch erscheinen mag, so richtig glaubt man diesem nicht. Ein Grund hierfür könnte darin zu finden sein, dass wir oft sehr kurzfristig denken – die Börse im Minutentakt bis hin zu wenigen Jahren verfolgen – während sich der vorgenannte Zyklus sich über Jahrzehnte erstreckt.

Eine grosse Problematik des aufgezeigten Wirtschaftszyklus ist die unaufhaltsame Kreditvergabe. Anstelle vieler neuer Gesetze – welche oft ihre Ziele in der Praxis komplett verfehlen und nicht im Sinne von uns Anlegern sind, uns nicht vor Krisen schützen werden, **sollte die Volkswirtschaften von übermässigen Krediten befreit werden.** Damit meinen wir nicht Kredite zur Unterstützung der Realwirtschaft oder Umsetzung einer Geschäftsidee, sondern Kreditvolumen, welches zu Spekulationszwecken an den Finanzmärkten genutzt wird. Eine schwächelnde Wirtschaft sollte auch mal konsolidieren dürfen, ohne dass marode (Zombi-) Firmen gerettet werden. Ein weiterer, praktischer Weg die Volkswirtschaften von der Finanzwelt zu entkoppeln wäre beispielsweise die Abschaffung des Eigenmietwertes – ein fiktives, zusätzliches Einkommen, welches von Eigenheim-Besitzern in der Schweiz nebst der Vermögenssteuer versteuert werden muss. Dagegen können die Schuldzinsen vom Einkommen abgezogen werden, was die Abzahlung der Hypotheken uninteressant macht. Auch dies wäre mit der Abschaffung des Eigenmietwertes hinfällig. Die Volkswirtschaft würde an Stabilität gewinnen und weniger abhängig vom Finanzsystem sein.

Wie gehen wir damit um?

Wir sind der Meinung, dass die Geldpolitik die Unsicherheiten bzw. das Vertrauen kurzfristig beeinflussen kann. Das Vertrauen der Bevölkerung kann jedoch langfristig nicht kontrolliert werden. Mögliche Hinweise für einen Beginn eines Vertrauensbruchs finden sich beispielsweise darin, dass vermehrt Gold gefragt ist oder gewisse Suchbegriffe im Internet stark erhöht abgerufen werden. Des Weiteren, dass man vermehrt von Personen darauf angesprochen wird, dass die amerikanische Notenbank FED anscheinend eine private Firma sei und diese umso erstaunter reagieren, wenn man ergänzt, dass er als Privatan-

leger ebenso Aktien der „Firma SNB“, also der Schweizerischen Notenbank an der Börse kaufen könne.

Die Entscheidungsträger der Politik stehen bezüglich der „Betriebsaufnahme“ an einer immens schwierigen Aufgabe: Werden die Tore zu lange geschlossen bzw. dauert der Lockdown zu lange, leidet die Wirtschaft übermässig. EZB Präsidentin Lagarde erwartet für jeden Lockdown-Monat einen Wirtschaftsrückgang von 2-3% des BIP. Werden die Tore zu früh geöffnet, beginnt sich der Virus von neuem zu verbreiten und die Wirtschaft müsste denselben Lockdown ein zweites Mal verkraften. Wir befürchten, dass die wirtschaftlichen Interessen und der damit entstehende Druck auf die Entscheidungsträger zu hoch sein werden, was dazu führen würde, dass eher zu früh als zu spät grünes Licht gegeben wird.

Mittelfristig werden die Notenbanken über die Lösung „Hund beisst sich selbst in den Schwanz“ - sprich die Notenbanken kaufen Schulden auf und drucken neues Geld – die Finanzmärkte beruhigen. Die Verunsicherung bleibt jedoch bei den Konsumenten bestehen. Für die Zusammensetzung von Vermögenswerten bedeutet dies, dass wir eine optimale Allokation für den deflationären Zyklus („Cash is King“-Phase) haben müssen. Die Finanzmarkturbulenzen dürften in den kommenden Monaten anhalten, Befürchtungen rund um Corona und ein möglicher Rückfall dürfte immer wieder auftauchen, für Verunsicherung sorgen und auch deutliche Spuren am Markt hinterlassen. Zusätzlich dürfte eine Verschlechterung der Unternehmensbonitäten die Märkte unter Druck bringen. Davon ist nicht nur der Aktienmarkt betroffen, sondern es muss auch bei Anleihen mit Preisverzerrungen gerechnet werden. Auf der anderen Seite dürften wir die Notenbanken und Staaten haben, welche zumindest kurz- bis mittelfristig als Retter zur Seite stehen werden.

Langfristig dürfte das Vertrauen in den Staat, die Notenbanken und die Währungen schwinden. Für die mit einer Vertrauenskrise eintretende inflationäre Phase muss eine gegenteilige Positionierung eingenommen und Sachanlagen wie Aktien in der Allokation übergewichtet werden. Wann wir den Übergang zwischen diesen sehr wichtigen, langfristigen Zyklen sehen werden, müssen wir jedoch laufend von neuem beurteilen.

Ihr THETA-Team

Dominik Locher | Dominic Weber
Manuel Proz | Daniel Lanz

Aktienmarktentwicklung in Lokalwährung



Marktentwicklung



Aktienmarktentwicklung in Euro



ANHANG
Wechselkursentwicklung Papiermark/Dollar

Dollar = Tabelle (Mai bis Juli 1922)				Dollar = Tabelle (August bis September 1922)			Dollar = Tabelle (Oktober bis Dezember 1922)			
Tag	Mai	Juni	Juli	Tag	August	September	Tag	Oktober	November	Dezember
1.	281.64	272.15	401.49	1.	643.19	1298.37	1.	—	4550.—	7650.—
2.	291.13	271.41	—	2.	776.52	1348.51	2.	1815.—	4937.50	8250.—
3.	304.11	—	419.47	3.	828.95	—	3.	1887.50	6175.—	—
4.	288.38	—	—	4.	761.04	1458.17	4.	2130.—	6025.—	8350.—
5.	285.39	—	425.96	5.	788.10	1423.21	5.	2140.—	—	8375.—
6.	290.13	287.14	454.43	6.	—	1248.43	6.	2160.—	6425.—	8412.50
7.	—	287.01 1/2	526.84	7.	751.55	1298.37	7.	2245.—	8450.—	8100.—
8.	297.12	277.65	522.34	8.	762.40	1423.21	8.	—	9150.—	7900.—
9.	288.13	288.88	—	9.	779.20	1368.28	9.	2600.—	7800.—	8350.—
10.	283.14	296.62	527.53	10.	866.41	—	10.	2970.—	7675.—	—
11.	284.89	—	480.39	11.	868.91	1538.70	11.	2600.—	8200.—	8470.—
12.	286.89	318.10	446.90	12.	781.52	1493.13	12.	2470.—	—	8440.—
13.	288.38	312.60	439.45	13.	—	1598.—	13.	2725.—	8125.—	8087.—
14.	—	311.61	456.92	14.	823.96	1553.05	14.	2725.—	7050.—	7675.—
15.	285.89	310.86	438.45	15.	1038.70	1458.17	15.	—	7515.—	7425.—
16.	282.14	316.35	—	16.	1011.23	1485.64	16.	2880.—	7525.—	6350.—
17.	288.88	321.59	453.93	17.	1038.70	—	17.	2850.—	6625.—	—
18.	293.63	—	480.89	18.	1158.55	1490.63	18.	2900.—	7000.—	6100.—
19.	296.12	325.59	489.38	19.	1250.93	1473.15	19.	3200.—	—	7312.50
20.	303.12	319.10	498.37	20.	—	1463.16	20.	3560.—	6775.—	6687.50
21.	—	324.84	484.39	21.	1168.53	1393.25	21.	4430.—	6175.—	6750.—
22.	313.35	328.08	507.86	22.	1298.35	1388.26	22.	—	—	6775.—
23.	301.12	331.05	—	23.	1418.20	1405.74	23.	4085.—	6287.50	6925.—
24.	292.63	344.56	502.37	24.	1972.53	—	24.	4420.—	7062.50	—
25.	—	—	499.37	25.	1847.58	1405.74	25.	4475.—	7225.—	—
26.	290.13	348.56	513.35	26.	1797.75	1458.17	26.	4460.—	—	—
27.	288.88	350.06	519.84	27.	—	1652.93	27.	4150.—	8025.—	7337.50
28.	—	—	550.31	28.	1448.18	1665.11	28.	4137.50	8775.—	7570.—
29.	280.14	374.03	605.24	29.	1423.21	1627.96	29.	—	8375.—	7500.—
30.	271.16	374.03	—	30.	1548.05	1647.93	30.	4187.50	7650.—	7350.—
31.	276.65	—	670.—	31.	1725.—	—	31.	4500.—	—	—

Dollarfuß im Monat Juli 1923:

1. Juli	—	Marf	17. Juli	218 000	Marf
2. "	160 000	"	18. "	—	"
3. "	160 000	"	19. "	218 000	"
4. "	160 600	"	20. "	284 000	"
5. "	166 000	"	21. "	—	"
6. "	176 000	"	22. "	—	"
7. "	176 000	"	23. "	550 000	"
8. "	—	"	24. "	414 000	"
9. "	180 000	"	25. "	—	"
10. "	186 500	"	26. "	760 000	"
11. "	187 000	"	27. "	760 000	"
12. "	187 000	"	28. "	—	"
13. "	187 000	"	29. "	—	"
14. "	—	"	30. "	1 100 000	"
15. "	—	"	31. "	1 100 000	"
16. "	195 600	"			

Dollarfuß im Monat Oktober 1923:

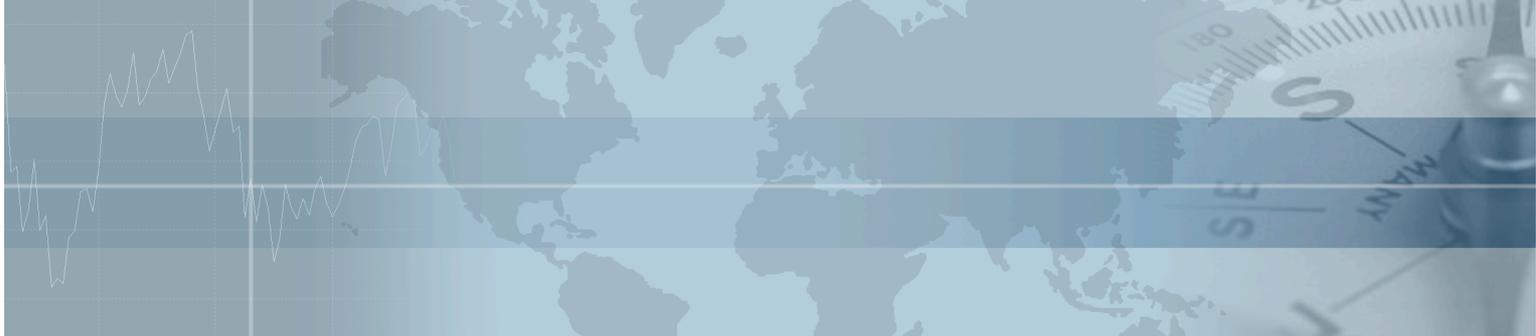
1. Oktober	292 000 000	Marf	17. Oktober	5 500 000 000	Marf
2. "	320 000 000	"	18. "	8 160 000 000	"
3. "	440 000 000	"	19. "	12 000 000 000	"
4. "	550 000 000	"	20. "	—	"
5. "	600 000 000	"	21. "	—	"
6. "	—	"	22. "	40 000 000 000	"
7. "	—	"	23. "	56 000 000 000	"
8. "	836 000 000	"	24. "	63 000 000 000	"
9. "	1 200 000 000	"	25. "	65 000 000 000	"
10. "	2 975 000 000	"	26. "	65 000 000 000	"
11. "	5 060 000 000	"	27. "	65 000 000 000	"
12. "	4 000 000 000	"	28. "	—	"
13. "	—	"	29. "	65 000 000 000	"
14. "	—	"	30. "	65 000 000 000	"
15. "	3 760 000 000	"	31. "	73 000 000 000	"
16. "	4 100 000 000	"			

Managing Private &
Institutional Assets

THETA AG

0.42Y as of close 7/23

Line Chart SX5P Index
7/23/04 Period Daily Base
Chart Moving Averages
Additional graph(s) Moving Average



Impressum:

THETA AG
Dominik Locher
Gessnerallee 38
CH-8001 Zurich

T +41 44 217 80 10
F +41 44 217 80 15

theta@theta.ch
www.theta.ch

dynAAX 
dynamic Asset Allocation index

www.assetallocation.ch