



Die USA nach den Wahlen

Die gesamte Weltbevölkerung nimmt heute Anteil an den amerikanischen Wahlen, wobei sich die Anleger natürlich die Frage stellen, welcher Präsident für die Börse bzw. einzelne Börsensegmente günstiger ist. **Bush dürfte für die Börsenstimmung im allgemeinen besser sein**, da anzunehmen ist, dass er seinen Kurs der Steuererleichterungen beibehält und auch eine industrie-freundlichere Politik verfolgen wird als Kerry.

Beim Herausforderer ist zu erwarten, dass er - entsprechend der Grundtendenz der Demokraten - eher gegen die Industrie agieren wird und populistische Themen wie Mindestlöhne oder Umweltschutzanliegen verfolgen wird. Dabei dürfte auch **Edwards als Vizepräsident in dieser Beziehung einen starken Einfluss auf Kerry ausüben, da Edwards bisher sein Geld als Prozessanwalt mit Sammelklagen verdiente, die sich gegen Industrieunternehmen richteten**. Würde Kerry gewinnen, so ist anzunehmen, dass insbesondere der Rüstungssektor, die Tabakindustrie sowie auch die Pharmaindustrie unter dem Wahlergebnis leiden würden. Er würde die Rüstungsausgaben wohl einschränken und die Tabakindustrie mit weiteren Klagen verfolgen. Offenbar plant er auch, durch Parallelimporte und Generika die Medizinalkosten zu senken.

Für das Analyseteam der INVICO[®] ist aber schliesslich weniger die Frage entscheidend, wer Präsident wird und welche Politik der zukünftige Präsident der USA in

Sachzwänge sind wichtiger als die Person des Präsidenten

einzelnen Bereichen verfolgen wird. Massgebend ist aus unserer Sicht vielmehr die Frage, welchen Sachzwängen der Präsident im Jahr 2005 ausgesetzt ist, da diese den Präsidenten unabhängig von seiner Parteizugehörigkeit und seinen persönlichen Überzeugungen zu Handlungen zwingen werden, die unpopulär sind.

In der Rhetorik des Wahlkampfes machen beide Kandidaten Versprechungen und scheuen sich, irgendwelche unangenehme oder sogar harten Massnahmen anzukündigen. Daher gehen in dieser Zeit **die strukturellen Probleme der USA unter und werden weder vom Volk noch von den Politikern wirklich ernst genommen**. Diese Probleme werden jedoch im nächsten Jahr schonungslos an die Oberfläche treten und vom dann amtierenden Präsidenten auch angegangen werden müssen, wobei



zum Teil unpopuläre und harte Massnahmen notwendig sind. Letztlich eignet sich auch immer das erste Präsidentschaftsjahr für unpopuläre, aber nötige Massnahmen, da das zweite Jahr der 4-jährigen Amtsperiode bereits wieder vom Wahlkampf fürs Repräsentantenhaus und den Senat überschattet wird und sich die Politik im dritten und vierten Jahr auf die neue Präsidentschaftswahl ausrichtet, bei welcher der Präsident entweder für seine eigene Wahl kämpfen muss oder aber für die Wahl eines Nachfolgers aus der eigenen Partei.

Unpopuläre Massnahmen werden im ersten Amtsjahr ergriffen

Diese Mechanik hat im Endeffekt auch zur Folge, **dass im statistischen Mittel das erste Jahr nach der Wahl eines Präsidenten für die Börse nicht besonders günstig verläuft.** In diesen Jahren sorgen Strukturereinigungen und unpopuläre Massnahmen häufig für schlechte Stimmung - und es bestehen tatsächlich einige Probleme, die auf den zukünftigen Präsidenten der USA zukommen und von ihm gelöst werden müssen:

Leistungsbilanzdefizit

Die USA importieren heute wesentlich mehr Güter und Dienstleistungen als sie exportieren. Das Land wird deshalb in diesem Jahr ein Leistungsbilanzdefizit in Höhe zwischen 550 und 600 Mrd. USD ausweisen, was mehr als 5% des Bruttoinlandsprodukts entspricht. Schlussendlich bedeutet dies nichts anderes, als dass die Amerikaner über ihre Verhältnisse leben, d.h. mehr Güter und Dienstleistungen konsumieren als sie selber produzieren. Um dieses Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren, muss jedes Jahr der gleiche Geldbetrag durch Di-

rektinvestitionen ausländischer Unternehmen, durch Kredite ausländischer Banken oder auch durch Anleger, die US-Aktien oder Obligationen erwerben, in die USA fließen. Tatsächlich erwerben heute Staaten, die Leistungsbilanzüberschüsse aufweisen, wie insbesondere China und Japan, sowie Anleger aus diesen Staaten in den USA in grossen Mengen Staatsobligationen, Unternehmensobligationen und auch Aktien. Die USA sind dadurch in den letz-

USA leben über ihre Verhältnisse

ten Jahren heimlich zum **grössten Schuldnerland der Welt geworden.** Bricht der Zufluss von Geldern in die USA ab, so muss die amerikanische Währung zwangsläufig sinken, da durch die dauernden Importe mehr Dollars ins Ausland gelangen als dort benötigt werden. Damit **stellt das Leistungsbilanzdefizit und seine Finanzierung schlussendlich immer eine starke Bedrohung für den US-Dollar dar.**

Das Leistungsbilanzdefizit hat zwar dazu geführt, dass andere Länder vom Wachstum der amerikanischen Wirtschaft profitierten, da sie Güter und Dienstleistungen in die USA verkaufen konnten. Schlussendlich kann sich aber kein Land über längere Zeit ein derart grosses Leistungsbilanzdefizit leisten, da nicht ersichtlich ist, wie ein Land seine Schulden bei einem dauernden Leistungsbilanzdefizit zurückbezahlen kann. Die Anleger verlieren das Vertrauen in die Schuldnerqualität eines derartigen Landes (ähnliches passiert bei einem Industrieunternehmen, bei dem Obligationäre und Aktionäre dauernd Verluste finanzieren müssen; auch hier verlieren die Anleger irgendwann das Vertrauen in das Unternehmen). Strukturelle Massnahmen sind not-



wendig, um die amerikanische Güter- und Dienstleistungsindustrie gegenüber ausländischen Importen wieder wettbewerbsfähig zu machen, damit entsprechend weniger importiert und wieder mehr einheimische Produkte konsumiert werden.

Neben Produktivitätssteigerungen und Lohnsenkungen ist eine **Senkung des Dollarkurses das einfachste Mittel, um das Leistungsbilanzdefizit zu korrigieren, da dann automatisch Importe teurer und Exporte billiger werden.** Dabei ist es besonders wichtig, dass der Kurs der amerikanischen Währung gegenüber dem Yuan gesenkt wird bzw. die chinesische Währung aufgewertet wird, weil das amerikanische Leistungsbilanzdefizit mit China wegen der billigen Produktion stetig am Wachsen ist. Da die Kaufkraft der amerikanischen Konsumenten bezüglich Importgütern bei einer Abwertung des Dollars sinkt und wegen höherer Importpreise auch die Inflationsgefahr steigt, setzen sich Präsident und Administration normalerweise gegen eine Abwertung des Dollars ein. Im Jahr 2005 dürf-

Dollar muss sinken

ten die wirtschaftlichen Kräfte, die vom Leistungsbilanzdefizit ausgehen, aber zu stark werden, so dass ein weiterer Widerstand nicht mehr möglich sein wird. Eine derartige Währungsbewegung ist für die Börsen ungünstig, da in Amerika mit mehr Inflation gerechnet werden muss, während in Europa und auch in Asien die Absatzchancen nach den USA sinken.

Staatsdefizit

Nachdem der amerikanische Staat unter Clinton Haushaltüberschüsse erwirtschaftete,

ist das Haushaltsdefizit unter der Regierung Bush geradezu explodiert. Der breit angelegte Krieg gegen den Terror und die Steuersenkungen haben zu einem riesigen Ausgabenüberschuss geführt, der 2003/2004 den Betrag von USD 445 Mrd erreichen wird. Das Budgetdefizit bzw. die Steuersenkungen und die hohen Staatsausgaben, die dazu führten, waren eines der Instrumente, mit denen Präsident Bush die Rezession in den USA erfolgreich bekämpfte.

Langfristig ist es aber nicht möglich, einen Staatshaushalt mit einem dauernden Defizit zu führen, da dessen Finanzierung immer schwieriger wird und die Zinskosten zu einem ständig wachsenden Ausgabenfaktor werden. Der zukünftige Präsident wird sich daher im Jahr 2005 gezwungen sehen, Massnahmen gegen das Budgetdefizit einzuleiten, wobei schliesslich und endlich nur die Kombination von Ausgabensenkungen und Steuererhöhungen Abhilfe schafft. Beide Massnahmen sind jedoch für die Wirtschaftsentwicklung nicht positiv, da sie wachstumsdämpfend wirken werden.

Minimale Sparquote / hohe Verschuldung der Privathaushalte

Die Sparquote der Amerikaner ist minimal und war in einzelnen Monaten sogar negativ. Ursache der tiefen Sparquote ist die immer stärker ansteigende Verschuldung der amerikanischen Konsumenten. Höhere Liegenschaftspreise und tiefere Hypothekenzinsen ermöglichten es den amerikanischen Konsumenten, ihre Verschuldung zu

Wachstum auf Pump

erhöhen, ohne dass es zu Einbussen in der



Lebensqualität kam.

Diese tiefe Sparquote förderte in den letzten zwei Jahren das hohe Wirtschaftswachstum, da die Konsumenten mit den aufgenommenen Krediten Konsumgüter kauften. Eine derartige Situation ist aber langfristig nicht haltbar, da eine Volkswirtschaft mit tiefer Sparquote ihre Investitionen nicht selber finanzieren kann und damit wegen geringer Investitionen auch nicht mehr wachsen kann. Bis heute sind die USA diesem Schicksal nur deshalb entgangen, **weil das Ausland für die Amerikaner sparte** und durch den oben erwähnten hohen Zufluss an Mitteln die Investitionen der amerikanischen Industrie finanzierte. Die hohe Verschuldung der Konsumenten ist aber schliesslich eine **Zeitbombe für die Konjunktur**, denn sobald die Zinsen wieder steigen, werden die aufgenommenen Kredite teurer. Die Konsumenten müssen ihre Ausgaben zu Gunsten der Finanzierung und Rückzahlung ihrer Kredite massiv einschränken. Einen ähnlichen Effekt hätte auch der Rückgang der in den letzten Jahren massiv gestiegenen Hauspreise. Um derartige Probleme zu vermeiden, muss die Regierung das Sparen wieder attraktiver machen und die Schulden der Konsumenten eindämmen; auch wenn dies für die Wirtschaftsentwicklung bzw. die Konsumausgaben kurzfristig einschränkt. Die entsprechenden Massnahmen brauchen nicht so hart zu sein, wie sie seinerzeit Präsident Carter auf dem Höhepunkt der inflationären Entwicklung vornehmen musste. Die Probleme müssen aber konstruktiv angegangen werden, da die USA sonst unter einer Lawine von Hypotheken- und Kreditkartenschulden untergehen.

Die Rolle des „Weltpolizisten“

Die USA sind in den letzten Jahren wieder sehr stark in die Rolle des „Weltpolizisten“

geschlüpft und haben in Afghanistan und im Irak Kriege geführt, die sehr teuer sind und ihre Auslandbeziehungen enorm erschweren. Diese bewaffneten Auseinandersetzungen haben zwar im Rahmen der Sicherung der Erdölquellen durchaus einen strategisch vernünftigen Aspekt, belasten aber

Weltpolizei wird zu teuer

die USA finanziell wie auch emotional sehr stark. Im nächsten Jahr müssen sich die USA aus diesen Gründen wohl von der Rolle des „Weltpolizisten“ mindestens teilweise zurückziehen. Dies wird zu einer erhöhten Unsicherheit für die Ölpreise führen, was die Börsenentwicklung wohl auch nicht positiv beeinflussen dürfte.

Das Rechtssystem

Das amerikanische Rechtssystem hat sich in den letzten Jahrzehnten zu einem eigentlichen „Schmarotzer“ der Wirtschaft entwickelt. In keinem anderen Land sind die Kosten von Schadenersatzzahlungen für Industrie und Gewerbe so hoch wie in den USA und **in keinem anderen Land ist der Anteil der Anwälte an diesen Zahlungen auch nur vergleichbar hoch.**

Entsprechend werden heute Industrie und Gewerbe in den USA von hohen Versicherungsprämien, unversicherbaren Schäden und auch durch massive Kosten als Schutz vor Klagen belastet. Viele Lebensbereiche bzw. Wirtschaftstätigkeiten werden in den

Rechtssystem behindert die Wirtschaft

USA heute primär von Überlegungen zur



Risikominimierung und Risikosteuerung gelenkt. Jeder, der schon einmal einen amerikanischen Vertrag gelesen hat oder mit einem amerikanischen Unternehmen zu tun hatte, bei dem interne und externe Juristen jeden Schritt der Geschäftsleitung begleiten und beurteilen, hat diese Einrichtung schon erlebt.

Diese Kosten sind letztendlich völlig unproduktiv und können nur durch eine **durchgreifende Reform des Rechtssystems beseitigt werden, das die übermäßigen und zum Teil geradezu frivolen Klagen abschafft**. Würde ein Präsident dieses Problem anfassen, so hätte dies für Börse und Wirtschaft tatsächlich positive Folgen, da die Unternehmen von einer schliesslich und endlich **irrationalen „Klagesteuer“ befreit würden**. Es bleibt zu hoffen, dass der zukünftige Präsident dieses Problem am Anfang seiner Amtszeit tatsächlich angeht und der Klageflut Einhalt gebietet. Leider ist davon auszugehen, dass am ehesten Bush dieses Problem angehen kann, **da Kerry durch seinen Vizepräsi-**

dent Edwards, der sein Geld durch derartige Klagen verdient hat, an einer Reform des amerikanischen Rechtssystems gehindert werden wird.

Die Probleme, denen sich der amerikanische Präsident im Jahr 2005 gegenüber sieht, zeigen, dass es nicht um die Frage geht, wer Präsident werden wird. Vielmehr wird der erste Teil der Amtsperiode von Sachproblemen überschattet, die unabhängig von der Person des Präsidenten sind und die zum Teil mit unpopulären Massnahmen angegangen werden müssen.

In unseren Anlageüberlegungen gehen wir daher davon aus, dass sowohl Konsumenten- und Anlegerstimmung als auch die Börsenentwicklung durch diese Probleme gedämpft werden. Die zu ergreifenden, zum Teil unpopulären, Massnahmen werden deshalb unabhängig von der Person des Präsidenten im Jahr 2005 nicht zu einer massiv besseren Börsenentwicklung beitragen.

V I O X X zeigt Risiken in der Pharmaindustrie

Bei keiner anderen Industrie wird Sicherheit so gross geschrieben wie bei der Pharmaindustrie. Bevor ein Medikament auf den Markt kommt, muss es lange und gesetzlich normierte Testreihen durchlaufen, bei denen Wirkungen und Nebenwirkungen des Medikaments zunächst an Tieren und später an Menschen getestet werden. Neben den Sicherheitsvorschriften bei der Einführung von Medikamenten ist die Pharmaindustrie aber auch zu einer rigorosen Qualitätssicherung auf allen Stufen von Produktion, Handling und Vertrieb verpflichtet.

Trotz all dieser Vorsichtsmassnahmen sind nun bei Vioxx, einem von der Merck Inc. (USA) vertriebenem Medikament für rheumatische Entzündungen und Arthrose, schwerwiegende Nebenwirkungen aufgetreten. Ein Langzeittest zeigte plötzlich, dass bei einer Einnahme des Medikamentes während mehr als 18 Monaten das Risiko von Herzinfarkten statistisch signifikant ansteigt. Merck musste darauf das Medikament, das eines seiner wichtigsten Umsatzträger war, sofort vom Markt zurückziehen und sieht sich nun zahlreichen Klagen ausgesetzt, die offensichtlich eine Rückstellung



in Höhe von USD 12 Milliarden notwendig machen.

Der Vioxx-Fall hat ein Risiko gezeigt, dem jedes Pharmaunternehmen ausgesetzt ist, da Merck in der Qualitätssicherung und Entwicklung von Medikamenten nicht besser oder schlechter dasteht, als an-

Vioxx-Problem kann bei jedem Pharmaunternehmen auftreten

dere Pharmaunternehmen. **Das Risiko unentdeckter Nebenwirkungen bei langfristiger Einnahme besteht bei allen Medikamenten**, da diese Gefahr bei den klinischen Tests, die für die Einführung eines Medikamentes notwendig sind, nicht erkennbar ist. Langzeitstudien von anderthalb, zwei oder sogar drei Jahren an einer grossen Anzahl Patienten sind erst nach der Einführung eines Medikamentes möglich. Daher müssen wir das Risiko eines derartigen Problems auch bei anderen Pharmaunternehmen einkalkulieren, auch wenn deren Hauptumsatzträger in ganz anderen Therapiegruppen liegen als Vioxx.

Ein geringeres Risiko besteht letztlich nur bei innovativen Medikamenten gegen tödliche Krankheiten – insbesondere Krebsmittel – **da in einer medizinischen Kosten/Nutzen-Betrachtung selbst tödliche Nebenwirkungen ein wesentlich geringeres Gewicht gegenüber einer Heilungswirkung haben als bei Medikamenten gegen nicht tödliche Krankheiten.**

Wird bei einem Medikament nachträglich eine Nebenwirkung festgestellt, die dazu führt, dass dieses Medikament zurückgezogen wird, so hat dies für das betroffene Pharmaunternehmen meist ganz massive Folgen. Selbst grössere Pharmaunterneh-

men erzielen heute den **überwiegenden Teil ihrer Umsätze mit sehr wenigen Medikamenten, die als „Blockbusters“ bezeichnet werden.** Entsprechend hängt der Erfolg eines Unternehmens nicht nur davon ab, dass es regelmässig derartige Blockbusters entwickelt, sondern dieser wird natürlich auch vom Patentablauf sehr stark beeinflusst. Läuft das Patent eines derartigen Produktes aus, so leidet die Profitabilität massiv, wenn es nicht gelingt, neue, ebenso erfolgreiche Produkte auf den Markt zu bringen. Dies gelingt leider nicht jedem Pharmaunternehmen, was dazu führt, dass **in der Vergangenheit fast jede Pharmagesellschaft einmal eine gewisse Durststrecke hatte.** Heute sind insbesondere AstraZeneca und Schering-Plough in dieser wenig beneidenswerten Lage.

Der Fall Vioxx hat nicht nur das mit Pharmaaktien verbundene individuelle Risiko in Erinnerung gerufen. Dieser Fall hat auch noch weitere Konsequenzen. Durch dieses Unglück ist **nun ein grosser politischer Druck auf Pharmaindustrie und Zulassungsbehörden entstanden:** Presse, Politik und Publikum verlangen absolute Sicherheit bei der Medikamentenzulassung. Obwohl es keine absolute Sicherheit geben kann, wird dieser Druck mit Sicherheit dazu führen, dass die Zulassungsverfahren für Medikamente noch länger und noch umständlicher

Zulassungsverfahren wird länger und komplexer

werden als sie bisher schon waren. Damit wird nicht nur **das Zulassungsverfahren teurer und die Zeitspanne bis zur Markteinführung länger**, sondern auch die Zeitspanne kürzer, in der das Pharmaunternehmen den Schutz des Patentbesitzes im Markt tatsächlich ausnützen kann, da ein



grosser Teil der Patentschutzperiode während des Zulassungsverfahrens abläuft. Darunter wird die Bewertung von Pharmaunternehmen im Allgemeinen leiden. In der Tat hat diese Bewegung schon begonnen; gemessen am Kurs/Gewinn-Verhältnis ist die Bewertung der Pharmaunternehmen heute im Vergleich zum restlichen Aktienmarkt weniger hoch als in früheren Jahren.

Obwohl die Pharmaindustrie von der Bevölkerungsentwicklung bzw. der Überalterung der Bevölkerung grundsätzlich profitiert, sehen wir heute in folgenden Branchen grössere Chancen, von diesem Megatrend zu profitieren:

Medizinaltechnik

Im Bereich Osteosynthese, Prothetik, Hör- und Sehhilfen, Herzschrittmacher, Herzklappen, etc. sind unseres Erachtens die Chancen besser als in der Pharmaindustrie, da es bei technischen Produkten wesentlich seltener zu unerwünschten Nebenwirkungen kommen kann. Ausserdem haben Unternehmen im Medtechbereich meist eine viel grössere Anzahl von Produkten, sodass sich der Rückzug eines einzelnen Produktes nicht derart katastrophal auswirken kann.

Generika-Produzenten

Es gibt heute verschiedene Pharmaunternehmen, die keine eigenen Medikamente entwickeln, sondern nach dem Ablauf von Patenten Kopien von erfolgreichen Produkten („Generika“) produzieren und vertreiben. Da diese Unternehmen keine Forschungskosten tragen, können sie die entsprechenden Medikamente meist zu einem Bruchteil des bisherigen Preises verkaufen. Diesen Unternehmen kommt der allgemeine Trend zur Kostensenkung und -kontrolle im

**Geringere Risiken
bei Generika**

Gesundheitswesen zugute; verschiedene Krankenversicherungen bzw. Staaten wollen heute keine teuren Originalprodukte mehr finanzieren, sondern verlangen, dass billige Generika konsumiert werden. Meistens haben derartige Produkte auch keine Probleme mit Nebenwirkungen, da die betreffenden Medikamente schon 10 - 15 Jahre auf dem Markt sind und deshalb kaum mehr unerwartete Nebenwirkungen auftreten können.

INVICO®-Anlagestrategie der Risikolage angepasst

Geringerer Aktienanteil

Viele unserer Kunden haben beim Lesedes Quartalsberichts festgestellt, dass wir die Aktienquote des Portefeuilles, d.h. die Anlagen in der Aufbau- und Wachstumsstufe unseres Stufenmodells verringert haben. In der Sicherheitsstufe (Obligationen, Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften) haben wir dagegen keine Veränderungen vorgenommen und bei den meisten Kunden so Barbestände erhöht. Mit diesen Veränderungen haben wir das Kurs-

schwankungsrisiko bei den meisten Portfolios erheblich verringert. Wir haben uns zu einer Reduktion des Risikos entschlossen, weil wir aus folgenden Gründen davon ausgehen, dass die Gefahr einer schlechten Börsenentwicklung grösser geworden ist:

Die Erhöhung der Erdölpreise hat als „externer Schock“ die Energiekosten sowohl für Unternehmen als auch für Privatpersonen nach oben getrieben, was dazu führt,



das weniger Investitionen und Konsumausgaben getätigt werden können. Letztlich haben die erhöhten Energiepreise in den Industrieländern den gleichen Effekt wie eine Steuererhöhung mit dem Unterschied, dass der Betrag der Preiserhöhung an einen Dritten abgeführt wird - in diesem Fall die Erdöl exportierenden Länder. Als Folge davon **bleiben Unternehmen, Konsumenten und Staat weniger Mittel für Investitionen bzw. Konsumausgaben.** Diese Entwicklung ist zwar nicht so dramatisch wie der Erdölpreisanstieg anfangs der Siebzigerjahre, als auf Grund einer wesentlich

Externer Schock durch Erdölpreiserhöhung

energieintensiveren Volkswirtschaft ein grosser Teil des Geldvolumens plötzlich zu den Erdölproduzenten umgelenkt wurde. Das Wirtschaftswachstum wird aber dennoch negativ beeinflusst, wobei wir davon ausgehen, dass ein Anstieg des Erdölpreises um USD 10.-- pro Barrel das weltweite Wirtschaftswachstum um 0,4 bis 0,6 Prozentpunkte reduzieren wird. Dieses geringere Wachstum macht Aktienanlagen zurzeit etwas weniger attraktiv.

Terrorakte können relativ rasch zu Kurseinbussen an der Börse führen. Dabei besteht zur Zeit vor allem die Gefahr, dass Al Quaida noch einmal zu einem grossen Schlag gegen ihren „Erzfeind“ USA ausholt. Zwar ist der tatsächliche wirtschaftliche Schaden, den ein einzelner Terrorakt anrichtet, verschwindend gering. Ein Wirbelsturm hat normalerweise für die Wirtschaft und vor allem für die Versicherungsindustrie einen viel grösseren negativen Effekt als ein Terrorakt, dem ein Flugzeug oder ein öffentliches Gebäude zum Opfer fällt. Die psychologische Auswirkung von Terroranschlägen ist aber ungeheuer gross; das Sicherheitsbedürfnis der Konsumenten steigt und die

Konsumneigung nimmt sofort ab. Einen ähnlichen psychologischen Einfluss hat ein derartiger Terroranschlag auch auf die Anleger, die sich von risikoreichen Anlagen wie z. B. Aktien abwenden.

Die Sparquote der amerikanischen Konsumenten ist – gerade wegen der höheren Energiekosten – wieder knapp negativ. Dies belastet das Wirtschaftswachstum nicht sofort, lässt aber Raum für weitere Probleme. Sollten sich die amerikanischen Konsumenten durch **Terroranschläge oder höhere Arbeitslosigkeit** bedroht fühlen, so würde sich die Sparquote sofort wieder erhöhen, was dann zu entsprechend **geringeren Konsumausgaben führen würde - ein weiterer Faktor, der das Wirtschaftswachstum leicht reduzieren könnte.**

Obwohl INVICO® weiterhin von einer grundsätzlich positiven Wirtschaftsentwicklung ausgeht und damit weiterhin eine positive Aktienmarktentwicklung sieht, ist das Risiko einer gegenteiligen Entwicklung heute grösser als vor sechs oder neun Monaten. Konsequenterweise haben wir deshalb die Aktienquote reduziert, wobei wir vor allem auch Gewinne realisiert haben.

Im Sicherheitsbereich (Obligationen sowie Immobilienfonds / Immobilienaktien) haben wir dagegen keine Änderungen vorgenommen, da sich die oben erwähnten Faktoren weit weniger auf diesem Bereich auswirken.

Höhere flüssige Mittel, um Chancen wahrnehmen zu können

Wir sind heute sogar der Ansicht, dass das **Risiko massiver Zinssteigerungen etwas kleiner ist als vor 6 Monaten**, da bei einem tendenziell etwas schwächeren Wachstum weniger Inflationsgefahr besteht und deshalb



die Notenbanken die Zinsen nicht zur Inflationsbekämpfung anheben müssen. Wir haben die im Aufbau- und Wachstumsbereich frei gewordenen Mittel zu einem grossen Teil im Geldmarkt angelegt. **Möglich- erweise ergeben sich im Laufe des Herbs-**

tes bei guten Titeln günstige Kaufgeleg- heiten, die wir ausnützen werden.

Gold – eine sichere Kapitalanlage ?

In den letzten Monaten haben sich Anleger wieder vermehrt die Frage gestellt, sie einen Teil ihres Vermögens in Gold investieren sollten. Dieses neue Interesse an Gold ist einerseits auf eine positive Preisentwicklung dieses Metalls zurückzuführen, andererseits aber auch auf die zum Teil **sehr aggressiven Empfehlungen von bekannten Goldenthusiasten (im Jargon „Goldbugs“)**. Als sich in den Achtziger- und Neunzigerjahren der Goldpreis hauptsächlich nach unten bewegte, sind die Goldbugs kaum in Erscheinung getreten; nun tauchen sie plötzlich wieder auf und empfehlen Gold als sichere Anlage. Begründet wird die Empfehlung bzw. das Preissteigerungspotential von Gold hauptsächlich damit, dass in einer Zeit, in der Terroranschläge zu einer globalen Verunsicherung führen können, Gold die einzig wertbeständige Anlage sei. Andere Goldbugs argumentieren dagegen damit, dass historisch ein **enger Zusammenhang zwischen dem Gold- und dem Ölpreis bestehe** und es deshalb zu erwarten sei, dass der Goldpreis bei den gestiegenen Erdölpreisen wieder ein sehr grosses Aufholpotential besitze.

Die INVICO® ASSET MANAGEMENT hat Gold bisher nie als sicheres Anlageobjekt betrachtet und entsprechend für Kunden keine Investitionen in diesem Bereich getätigt. Wir halten an dieser Meinung fest **und investieren auch heute nicht in Gold oder andere Edelmetalle**. Dies aus folgenden Gründen:

Anlagen in Gold werfen keine laufenden Erträge ab.

Wenn wir davon ausgehen, dass die reine Ausschüttungsrendite eines diversifizierten Portefeuilles bei rund 2 bis 2,5 % liegt, so hat Gold einen Ertragsnachteil der gerade bei langfristigen Anlagen massiv werden kann, welchen das Gold durch Kurssteigerungen nicht aufholen kann.

Tiefe Inflation spricht nicht für Gold.

Gold wird an und für sich nur dann interessant, wenn die Inflation derart hoch ist, dass für die Anleger die Ausschüttungsrendite irrelevant wird und die Werterhaltung des Goldes interessant wird. Der Grund für die Wertbeständigkeit liegt da-

**Gold folgt der Inflation,
nicht dem Ölpreis**

rin, dass bei einer Inflation die Geldmenge steigt und der Wert des Geldes entsprechend abnimmt. Die Menge des Goldes nimmt aber nur gerade um die relativ konstante Jahresproduktion zu und deshalb bleibt der Wert des Goldes stabil. Im heutigen Umfeld bestehen aber relativ wenig Anzeichen für eine massive Erhöhung der Inflation. Der preistreibende Effekt höherer Erdölpreise wird durch Wachstumsrückgang ausgeglichen. **Damit wird sich auch die Situation in den 70-iger Jahren**



nicht wiederholen; das Gold ist damals nicht dem Erdölpreis gefolgt, sondern der Inflationsrate. In dem Masse, wie diese anstieg, erhöhte sich auch der Goldpreis. Im heutigen Umfeld ist eine derartige Entwicklung nicht zu erwarten.

Geringe industrielle Nachfrage nach Gold

Die Nachfrage nach Gold ist nicht industriell motiviert, sondern hauptsächlich emotional. Im Gegensatz zu anderen Metallen wird nur ein geringer Teil des jährlich geförderten Goldes industriell verwendet und zu Produkten verarbeitet, aus denen es nicht wieder zurückgewonnen werden kann. Der grösste Teil des Goldes wird in Form von Barren oder Münzen gehortet oder aber zu Schmuck verarbeitet. Das Horten und die Schmucknachfrage sind letztlich irrational, was unter anderem zur Folge hat, dass die betreffende Goldmenge bei einer anderen subjektiven Einschätzung der Situation sehr rasch wieder auf der Angebotsseite auftauchen kann. Bei Nickel, Kupfer oder anderen Basismetallen besteht diese Gefahr aufgrund der hauptsächlich industriellen Nachfrage nicht; wurde das Metall einmal verarbeitet, so taucht es höchstens wieder einmal als relativ schwer verwertbarer Schrott auf.

Der Umstand, dass gehortetes Gold - und zum Teil auch Schmuckgold, das in vielen Ländern traditionell auch zur Werthortung dient - plötzlich wieder auf dem Markt auftauchen kann, führt dazu, dass der Goldkurs sehr stark schwanken kann und schlussendlich immer ein tendenzielles Überangebot besteht.

Goldreserven der Zentralbanken

Die Zentralbanken haben immer noch hohe Goldreserven, die im heutigen Währungssystem keinen wirtschaftlichen Sinn

machen, weshalb verschiedene Nationalbanken heute Gold verkaufen oder wenigstens laut über den Verkauf eines Teils ihrer Goldreserven nachdenken. Diese Reserven, beziehungsweise die verschiedenen Ankündigungen, sie zu verkaufen, können den Goldmarkt negativ beeinflussen.

Das INVICO[®]-Analyseteam ist der Ansicht, das Gold langfristig keine positiven Aussichten hat und dementsprechend nicht als langfristige Anlage berücksichtigt werden sollte.

**Immobilienanlagen sind
besser als Gold**

Wenn Anleger sichere Anlagen suchen, so empfehlen wir einerseits Anlagen in offenen Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften, da die Anleger hier in einen Sachwert investieren, der sich nicht vermehrt bzw. nicht vermehren kann (das Platzangebot in der Schweiz ist beschränkt) und andererseits einen jährlichen Ertrag erhalten, der dank der Mechanik schweizerischer Mietzinsbestimmungen mit der Inflation ansteigt.

Gold kann unserer Ansicht nach nur in Zeiten extremer Inflation eine vernünftige Anlage sein, da in derartigen Zeiten schon allein die Bremsmassnahmen von Regierungen und Banken die Finanzmärkte nachhaltig erschüttern und Gold damit tatsächlich – mindestens für eine kurze Zeit – attraktiv machen. Zurzeit sehen wir aber trotz der Steigerung des Erdölpreises keine Gefahr einer extremen Inflation, so dass sich unsere Beurteilung zu Gold auch in den nächsten zwölf Monaten kaum ändern dürfte.



Die INVICO[®]-Anlagestrategie für die 45. Kalenderwoche 2004:

- **Sicherheitsstufe:** CHF und EURO übergewichten, Mittelfristige Obligationen 3 Jahre (20 %), Immobilienfonds (20 %), Geldmarkt (40 %)
- **Aufbaustufe:** Schweiz und Euroland übergewichten, Asien, USA neutral.
Aktien: Holcim, Novartis, Serono, Zurich FS, UBS, CS Group, Swatch, Richemont, ABB, E.ON, L'Oréal, Schering, Deutsche Bank, Allianz, SAP, P & G, IBM, Pfizer, GE, Microsoft, XMTCH, FRESCO (beides Indexfonds)
- **Wachstumsstufe:** Golay Buchel, Bucher, Synthes-Stratec, Huber & Suhner, Schweiter, Phonak, SIG, Süss, QQQ, Fonds Südostasien (max. 10 %), China-Aktienfonds (5%), Japan-Fonds (10%)
Spekulativ: von Roll, Arques, Tecan, Converium

Bemerkungen: Die Börsen sind immer noch volatil. Wir erwarten eine schwache Konjunkturerholung in 2005. Die hohen Geldmengen und die hohen Energiepreise werden zu einer leichten Erhöhung der Zinsen führen. Wir bevorzugen die Schweiz und Euroland aus währungspolitischen Gründen.

Dieser Finanzbrief enthält keine Investitionsaufforderung. Jegliche Haftung wird abgelehnt.



VERTRAULICH

Bitte analysieren Sie mein Portfolio anhand des INVICO[®]-Dreistufenmodells.

Name, Vorname: _____

PLZ, Ort, Land: _____

Tel.: _____ Fax: _____ E-Mail: _____

Beilage: Aufstellung meines Portfolio

INVICO[®] ASSET MANAGEMENT AG, Kirchgasse 24, Postfach, 8022 Zürich
Tel.: + 41(0) 44 267 60 80, Fax: + 41 (0) 44 261 72 88, E-Mail: info@invico.ch, www.invico.ch

Besuchen Sie unsere Webseite: www.invico.ch

