



Wie geht's an der Börse weiter?

Die ersten fünf Monate des Jahres waren für die Anleger unbeständig. Der SMI ist um rund 8 % und der DAX um rund 5.3 % gestiegen, der Dow Jones dagegen ist um über 2 % gesunken. Diese **stärkere Börsenentwicklung in Europa erstaunt manche Anleger, da das Wirtschaftswachstum in den USA stattfindet und nicht in Europa.**

In dieser Situation stellt sich die Frage, ob der Aufwärtstrend in Europa und der Schweiz anhält und ob die USA den Rückstand aufholen werden, oder ob sogar weltweit ein Einbruch droht. **INVICO[®] ist der Ansicht, dass sich die Aktienmärkte auch für den Rest des Jahres positiv entwickeln** werden und favorisiert weiterhin Europa gegenüber den USA. Unsere Überzeugung beruht auf folgenden Überlegungen:

Steigende Unternehmensgewinne

Das Wirtschaftswachstum wird unserer Ansicht nach im Jahr 2005 regional unterschiedlich sein; die chinesische Wirtschaft wird mit einer Steigerungsrate von 8% und höher wachsen; die USA werden ein Wachstum von rund 3,5 % aufweisen, während die Wirtschaft in Europa um rund 1,3 % zunehmen wird.

Die meisten Unternehmen hatten in den letzten drei Jahren ihre Kosten massiv ge-

senkt. **Deshalb genügt bereits ein geringes Wachstum, damit die Gewinne europäischer Unternehmen überproportional steigen.** Das relativ schwache Wachstum in Europa hat den Vorteil, dass die Unternehmen wegen durchschnittlicher Nachfrage nicht zu neuen Investitionen oder anderen teuren Expansionsschritten gezwungen werden. Viele europäische Unternehmen können **Mehrumsätze von 5, 10 oder sogar 15 % bewältigen, ohne**

**Gewinnwachstum dank
Kostenkontrolle**

zusätzliche Kosten auszulösen, was sich auf die Gewinne im Jahr 2005 sehr positiv auswirken wird.

Anders ist die Situation in den USA. Aufgrund des stärkeren Wachstums in den letzten Jahren haben einige Unternehmen die Kapazitätsgrenze erreicht und müssen nun ihre Kapazitäten erhöhen, was zu Investitionen und Kostensteigerungen führen wird, wodurch geringere Margen erzielt werden.

Tiefe Inflation

Die Inflation wird auch 2005 auf tiefem Niveau verharren, da die meisten Unter-



nehmen ihre Preise aufgrund starker Konkurrenz und geringem Nachfragewachstum nicht anheben können. Die Tiefpreis-konkurrenz aus China und Indien sorgt im Weiteren ebenfalls dafür, dass die Preise auch in Europa nicht angehoben werden können.

In den letzten 12 Monaten ist es allein im Rohstoffbereich zu Preissteigerungen gekommen, wobei insbesondere die Preise für Erdöl und Metalle angestiegen sind, da die Nachfrage aus Asien die bisherigen Überkapazitäten im Rohstoffbereich absorbiert hat.

Die Erdöl- und Rohstoffpreise sind allerdings für die meisten Industrieländer heute kein massiver Kostenfaktor mehr, weshalb die Preissteigerungen in diesem Bereich nicht zu einer generellen Inflation geführt haben. Wie wir im Artikel über Erdöl- und Rohstoffpreise darstellen, sind wir der Ansicht, dass aus diesem Sektor in den nächsten 12 Monaten keine starken Preisbewegungen mehr kommen werden.

Tiefe Zinsen

Nachdem die Unternehmen nicht zu grossen Expansionsschritten gezwungen werden, können die meisten Gesellschaften ihre Investitionen aus den selbst erarbeiteten Mitteln finanzieren. Dies führt dazu, dass die Nachfrage nach Krediten relativ gering bleibt. Zusammen mit der tiefen

**Keine Zinssteigerung im
Euroland**

Inflationsrate führt auch dies dazu, dass die Zinsen weiterhin auf dem heute sehr tiefen Niveau verharren werden.

Die Gegebenheiten in den **USA und Europa müssen aber differenziert betrachtet werden.** In den Vereinigten Staaten ist die Kreditnachfrage aufgrund des höheren Wirtschaftswachstums grösser, und es besteht auch eine gewisse Inflationsgefahr, weshalb die amerikanische Zentralbank weiterhin die Zinsen kontrolliert erhöhen wird. In **Europa besteht wegen des geringen Wirtschaftswachstums dagegen überhaupt kein Grund zu Zinserhöhungen,** die Europäische Zentralbank wird ihre Tiefzinspolitik beibehalten oder die Zinsen sogar noch senken.

Das oben beschriebene Umfeld - steigende Unternehmensgewinne, geringe Inflation und tiefe Zinsen - ist für den Aktienmarkt positiv:

Geringe Konkurrenz für Aktienanlagen

Die Zinsen sind tief, die Obligationen zurzeit wenig attraktiv, so dass entsprechend viel Geld in Aktienanlagen abfließt, bei denen nicht nur die Möglichkeit von Kursgewinnen besteht, sondern wo auch **attraktive Dividendenrenditen** winken, die heute durchaus mit den Zinsen von Obligationen verglichen werden können. Dementsprechend wird während des ganzen Jahres relativ viel neues Geld in die Aktienmärkte fliessen, was die Nachfrage nach Aktien und dementsprechend auch die **Kurse nach oben treiben wird.**

Die Anleger müssen keine plötzlichen Zinserhöhungen oder andere Bremsmanöver der Notenbanken befürchten.

In Anbetracht der relativ tiefen Wachstumsraten und der immer noch hohen Arbeitslosigkeit werden weder die Schweizerische Nationalbank noch die Europäische Zentralbank ihre Zinsen erhöhen und auch keine anderen Bremsmanöver einleiten, die den Aktienmärkten schaden könnten. Heute ist es in Europa politisch gar nicht vertretbar, irgendwelche Massnahmen zu



ergreifen, welche die Aussicht auf tiefere Arbeitslosigkeit dämpfen könnten.

In diesem Umfeld sind wir der Ansicht, dass Aktienanlagen gute Renditen erbringen werden. Da wir der Meinung sind, dass in den USA die Zinsen tendenziell steigen werden, in Europa dagegen stabil bleiben oder sogar sinken werden, gehen wir davon aus, dass **Europa eine bessere Performance bieten wird, als die USA**. Bei Aktien favorisieren wir dabei folgende Sektoren:

Versicherungen

Die Versicherungen befinden sich in einem positiven Industriezyklus, da einerseits in den letzten Jahren die Prämien gesteigert werden konnten und andererseits dank besserer Obligationen- und Aktienmärkte auch die Anlagetätigkeit wieder Erfolg bringt. Zusammen mit der sehr tiefen Bewertung gewisser Versicherungswerte, wie insbesondere **Zurich Financial Services**, sehen wir Möglichkeiten für weitere Kurssteigerungen.

Maschinen- und Investitionsgüterindustrie

Die Maschinenindustrie war während Jahren einer der schlechtesten Bereiche im Aktienmarkt, da einerseits die Nachfrage eingebrochen war und andererseits viele Unternehmen mit Kostenproblemen zu kämpfen hatten. Die meisten Unternehmen konnten aber ihre Kosten in den letzten Jahren senken und stehen heute vor neuen Investitionszyklen ihrer Kunden, so dass Erträge und Umsatz erheblich wachsen werden.

Unsere Favoriten sind diejenigen Unternehmen, die in den letzten Jahren am meisten gelitten hatten, aber dank harten

Restrukturierungen überlebt haben und ihre Kosten massiv senken konnten, wie z.B. **von Roll und ABB**. Bei beiden Unternehmen halten wir vor allem auch den

Aufholpotential in der Maschinenindustrie

Bezug zur Elektrizitätserzeugung als positive Ergänzung. In Asien erwarten wir in diesem Bereich eine sehr starke Nachfrage, da die Energieerzeugungskapazität massiv erhöht werden muss. In Europa und den USA sehen wir dagegen einen positiven Zyklus von Erneuerungsinvestitionen.

Investmentbanken / Vermögensverwaltungsbanken

Die erfreuliche Entwicklung an den Aktienmärkten und die tiefen Zinsen wirken sich **positiv für das Investment Banking** aus, da viele Unternehmen zwar nicht selber in neue Kapazitäten investieren werden, sondern Unternehmen erwerben wollen, was zu einem erhöhten Geschäftsvolumen im Investment Banking führt.

Im Vermögensverwaltungsgeschäft führen die **positiven Aktienmärkte direkt zu höheren Einnahmen**, da die Gebühren normalerweise auf dem Umfang des verwalteten Vermögens erhoben werden und dieses bei höheren Börsenkursen automatisch ansteigt. Das INVICO®-Analyseteam empfiehlt im Bankenbereich insbesondere **CREDIT SUISSE und UBS**, die beide in diesen wesentlichen Bereichen ihre Stärken haben, sowie im Vermögensverwaltungsbereich **Vontobel**.

Eine Aktienliste ist auf der Homepage der INVICO® abrufbar (www.invico.ch).



Der Dollar ist langfristig im Abwärtstrend

Viele Investoren fragen uns, ob wir den tiefsten Punkt des Dollars schon durchschritten haben und ob sich diese Währung nach den Kurssteigerungen der letzten zwei Monate bereits wieder im Aufwärtstrend befindet. Diese Frage ist speziell für diejenigen Anleger wesentlich, die einen Teil ihres Vermögens in amerikanischen Obligationen oder Aktien anlegen, da deren Performance - in Euro oder Schweizer Franken gerechnet - sehr stark von der Kursentwicklung des Dollars beeinflusst wird.

Aufgrund unserer eigenen Währungsprognosen haben wir in den letzten Jahren bei unseren Kunden auf **Anlagen im Dollarraum verzichtet**. Obwohl sich in den letzten Monaten der Dollar wieder etwas von der stärkeren Seite zeigt, glauben wir, dass die **fundamentalen Daten weiterhin gegen den Dollar sprechen**.

Das Leistungsbilanzdefizit

Die Leistungsbilanz der USA ist stark negativ, d. h. die Amerikaner geben für den Import von Gütern und Dienstleistungen wesentlich mehr Geld aus, als sie im Export einnehmen. Das Leistungsbilanzdefizit belief sich im Jahr 2004 auf rund USD 651 Mia. und wird sich im 2005 wohl auf über USD 730 – 750 Mia. belaufen. Dieses Leistungsbilanzdefizit muss durch Kapitalzuflüsse aus dem Ausland, d. h. durch Kredite, Obligationenanleihen, Aktienkäufe und industrielle Direktinvestitionen von Ausländern kompensiert werden. Die grosse Menge von Dollars, die sich ausserhalb der USA ansammelt, würde sonst nach dem Gesetz von Angebot und Nachfrage zu einem massiven Kursrückgang des Dollars führen.

Die Notwendigkeit, das **Defizit** auszugleichen, führt dazu, dass **pro Arbeitstag drei Milliarden Dollar in die USA zurückfliessen müssen, damit die amerikanische Währung stabil bleiben soll**.

Die USA leben über ihre Verhältnisse

Die Mechanik von Leistungsbilanzdefizit und Kompensation durch Rückflüsse kann in einfacher Betrachtung zusammengefasst werden: Die Amerikaner leben „auf Pump“ und verbrauchen mehr Güter und Dienstleistungen, als sie durch ihre eigenen Leistungen finanzieren können, indem sie im Ausland Schulden anhäufen bzw. ihr industrielles Vermögen an Ausländer verkaufen.

Der oben dargestellte Kreislauf zwischen Import und Refinanzierung durch Erhöhung der Auslandsschulden wird von einigen Ländern bewusst ausgenutzt, um die eigene Wirtschaft anzukurbeln und um im Handel mit den USA grosse Überschüsse zu erzielen.

Geradezu perfekt wird dieser Kreislauf von Japan, China und einigen anderen asiatischen Nationen beherrscht. Diese Länder exportieren zunächst riesige Gütermengen zu günstigen Preisen in die USA und stellen den USA gleich wieder das notwendige Geld zur Verfügung, in dem sie amerikanische Staatsobligationen kaufen. Damit gelingt es diesen Ländern, **durch hohe Exporte das eigene Wirtschaftswachstum sicherzustellen und gleichzeitig zu vermeiden, dass der Dol-**

lar zusammenbricht, was zu einem entsprechenden Rückgang der Exporte nach den USA führen würde.

Das System funktioniert allerdings nicht ganz lückenlos, da **der Kapitalbedarf der USA so astronomisch hoch** ist, dass der Rückfluss aus den asiatischen Ländern nicht mehr völlig ausreicht, um die Löcher der Leistungsbilanz zu stopfen. Dies hat in den letzten Jahren dazu geführt, dass der Dollar kontinuierlich gesunken ist.

Verschuldung auf jeder Stufe

Was Amerika als Nation vorlebt - das „Leben auf Pump“ durch Schuldenaufnahme im Ausland - spielt sich aber auch bei den Privatpersonen und beim Staat selber ab. Das Wachstum in Amerika wird zu einem grossen Teil von den Konsumenten getragen, die jedes Jahr kräftig mehr einkaufen. Die **Ausgaben der Konsumenten sind in den letzten Jahren stärker gestiegen als ihre Einkommen**, was dazu geführt hat, dass die Sparquote auf ein Minimum gesunken ist und die Schulden immer stärker angestiegen sind. Viele Amerikaner konnten sich dank tiefen Zinsen und steigenden Immobilienwerten durch immer höhere Hypotheken verschulden. Zusätzlich haben sie auch hohe Kreditkartenschulden aufgenommen.

Dieses System funktioniert aber nur so lange, wie die Zinsen tief bleiben und die Immobilienpreise steigen. Auch der Staat steht bei dieser Verschuldung nicht abseits. Sehr viele Städte, Bundesstaaten und auch die Bundesregierung geben mehr aus, als sie einnehmen, was zu einer **massiven Staatsverschuldung** geführt hat. Diese Verschuldung auf privater und staatlicher Ebene ist schliesslich nichts anderes als das praktische Experiment der Lehre des **„Deficit spending“** von John Maynard Keynes; Lord Keynes, ein bedeutender

englischer Volkswirtschaftler, hatte in den dreissiger und vierziger Jahren des letzten Jahrhunderts in Cambridge die Theorie

Wachstum durch Verschuldung

entwickelt, dass Staaten, die mehr ausgeben als sie einnehmen, das Wirtschaftswachstum ankurbeln können. **Diese Schuldenwirtschaft wirkt allerdings nicht ewig**, da der Konsum massiv zurückgeht, sobald die Konsumenten und der Staat keine weiteren Schulden mehr machen können. Diese Problematik bedroht letztlich die amerikanische Wirtschaft, da **Allen klar ist, dass durch Schulden finanziertes Wachstum einmal zu einem Ende kommen muss**, aber heute niemand weiss, wann dieses Ende eintritt.

Kaufkraftparität

Nach der Währungstheorie sollten die Güter des täglichen Bedarfs, die nicht völlig ortsgebunden sind, in allen Ländern nach Umrechnung der Währungskurse etwa gleich teuer zu stehen kommen. Wären diese Güter in einem Land wesentlich billiger als in einem anderen Land, würden die betreffenden Güter durch Export in das Land mit den höheren Preisen fließen, was zum Anstieg der Währung des Billiglandes führen müsste, sodass am Schluss die betreffenden Güter in beiden Ländern wieder gleich teuer wären, d.h. die Kaufkraftparität erreicht wird. Die **Verfechter der Kaufkraftparität weisen heute darauf hin, dass ein Güterkorb, der dem Bedarf einer „Normalfamilie“ entspricht, in den USA rund 20 % billiger sei als im Euroland oder in der Schweiz**. Daraus wird oft abgeleitet, dass der Dollar zu billig ist und wieder ansteigen muss.



Damit zeigt sich, dass zwei wesentliche Elemente für die Beurteilung von Wechselkursen - die Kaufkraftparität und der Saldo der Leistungsbilanz - zu widersprüchlichen Ergebnissen führen und das dritte Element, die Verschuldungssituation auf instabile Verhältnisse hinweist. **Die Betrachtung der Leistungsbilanz zeigt,**

**Leistungsbilanzdefizit und
Verschuldung sind entscheidend**

dass der US-Dollar sinken muss, weil die Amerikaner über ihre Verhältnisse leben und keine Garantien dafür bestehen, dass weiterhin über drei Milliarden Dollar pro Arbeitstag in die USA zurückfließen werden.

Die Kaufkraftparität dagegen spricht für den Dollar, da viele Güter in den USA billiger sind als im Euroland. Das INVICO[®]-Analyseteam ist davon überzeugt, dass die Betrachtung der Leistungsbilanz die klareren Indizien abgibt als die Kaufkraftparität. Die Verfechter der Kaufkraftparitätstheorie betrachten die Kaufpreispärität allein zwischen den USA und Euroland. Wesentlich wichtiger ist aber der Vergleich mit den asiatischen Ländern. Tatsache ist, dass die Güter aus den asiatischen Ländern wesentlich billiger sind als in den USA. Es werden daher weiterhin Güter und Dienstleistungen von diesen Ländern in die USA und auch nach Europa fließen, selbst dann, wenn die USA heute billiger sind als Europa. Die noch günstigeren Produkte aus Asien werden die Gewinner sein.

Diese Betrachtung zeigt letztlich, dass der Grund für die **strukturellen Probleme des Dollars heute nicht in Europa liegt** - selbst wenn die USA im Verhältnis zu Eu-

ropa ein Leistungsbilanzdefizit aufweisen. Die Probleme des Dollars haben ihre Gründe vielmehr in den asiatischen Ländern, insbesondere in China. Deshalb sind wir der Ansicht, dass **der Dollar weiterhin schwach bleiben wird, solange die strukturellen Ursachen des Leistungsbilanzdefizits in den USA nicht behoben werden.** Diese Ursachen können aber nur mit sehr harten Restrukturierungsmaßnahmen beseitigt werden.

Anstieg der asiatischen Währung

Der chinesische Renmimbi, der Hong Kong Dollar und verschiedene andere asiatische Währungen sind gegenüber dem Dollar massiv unterbewertet, da Güter in diesen Regionen nach Umrechnung der Währungskurse wesentlich günstiger produziert werden als in den USA. Diese Länder weisen alle einen hohen Leistungsbilanzüberschuss auf. Sie könnten die eigene Währung sehr rasch aufwerten. Es würde genügen, wenn sie die festen Währungskurse bzw. die Bindung an den Dollar aufgeben würden und erklärten, dass sie **nicht mehr im bisherigen Masse amerikanische Staatsobligationen kaufen** würden. Die betreffenden Länder haben jedoch überhaupt kein Interesse daran,

**Asiaten wollen
starken Dollar**

dass der Kurs ihrer Währungen gegenüber dem Dollar ansteigt, sondern versuchen mit allen Mitteln, ein konstantes Währungsverhältnis zum Dollar beizubehalten. Dank dem eigenen tiefen Währungskurs und den entsprechenden Exporten in die USA können sie ein sehr **hohes Wirtschaftswachstum erzeugen und Arbeitsplätze aufrechterhalten, was für die**



politische Stabilität entscheidend ist. Um Wirtschaftswachstum und politische Stabilität zu retten, sind diese Länder letztlich bereit, die Schulden der USA laufend zu finanzieren, auch wenn ein kommerziell denkender Gläubiger wegen des hohen Risikos keine weiteren Darlehen mehr gewähren würde.

Beendigung der amerikanischen „Schuldenmentalität“

Weil die amerikanischen Konsumenten weit mehr für Importgüter ausgeben, als sie selbst an aus dem Export an Geld einnehmen, entsteht das Leistungsbilanzdefizit. Dieses widerspiegelt daher die starke Verschuldung der amerikanischen Konsumenten. **Diese Verschuldung hat im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt ein Mass erreicht, das in den USA nur einmal, nämlich kurz vor der Weltwirtschaftskrise Anfang der Dreissigerjahre, erreicht wurde.** Wenn die Amerikaner ihren Konsum soweit reduzieren würden, dass sie wieder eine vernünftige Sparquote erreichten und ihre Schulden abbauen könnten, so würde auch das Leistungsbilanzdefizit verschwinden. Die amerikanische Zentralbank könnte eine Abkehr von der „Schuldenmentalität“ im Endeffekt dadurch erreichen, indem sie die Zinsen massiv erhöhen würde, was Sparen attraktiver machen und eine Verschuldung verteuern würde.

Es wäre für alle Beteiligten kurzfristig ein sehr schmerzvoller Schritt, die Währungssituation zu korrigieren oder die amerikanische Schuldenspirale durch höhere Zinsen abzubremesen. Die oben dargestellten Massnahmen würden einerseits zu einer Abschwächung des Wachstums in Asien und andererseits zu einem Wohlstandsverlust der amerikanischen Konsumenten führen und zusätzlich einen Rückgang des Wirtschaftswachstums in den USA hervorrufen. Ein derartiger **Schritt, der zu einer Gesundung der amerikanischen Defizitsituation und zu einer nachhaltigen**

**Strukturelle Massnahmen
sind schmerzhaft**

Stabilisierung des Dollars führen würde, ist aber äusserst unpopulär. Er wird wohl erst ergriffen werden, wenn die Verschuldung ein derartiges Ausmass erreichen würde, dass die asiatischen Länder nicht mehr bereit wären, diese weiter zu finanzieren. Zum heutigen Zeitpunkt fehlt der Wille zu einer radikalen Umkehr. Die US-Währung wird deshalb weiterhin unter dem Leistungsbilanzdefizit leiden und entsprechend sinken. Wir gehen daher davon aus, dass der Dollar in den nächsten 12 Monaten gegenüber dem Schweizer Franken wiederum um ca. 5-10 % sinken wird.

Erdöl und Rohstoffe – Weiterhin im Aufwind?

Das Jahr 2004 sowie die ersten Monate des laufenden Jahres waren durch starke Preissteigerungen bei Metallen und Erdöl gekennzeichnet, was die Befürchtung auslöste, dass es zu einer erhöhten Inflation kommen und das Wirtschaftswachstum massiv zurückgehen werde. Ursache für diese Preissteigerungen waren die starke

Nachfrage in China und in anderen asiatischen Ländern sowie Rohstoffspekulationen. Die Preiserhöhungen wurden zusätzlich verstärkt, weil in den letzten Jahren nur relativ geringfügige Investitionen in die Förderung von Erdöl und Metallen getätigt wurden. **Die Bohraktivität im Erdölbereich war wegen der tiefen**



Preise relativ gering, während im Metallbereich die Kapazitäten durch Schliessungen eher ab- als aufgebaut wurden, weil unrentable Minen geschlossen wurden.

Beim Erdöl führte die Unsicherheit im Nahen Osten noch zu zusätzlichem Preisauftrieb. Zu Beginn des Irakkrieges glaubten die USA, dass sie nach einem schnellen Sieg die Produktionskapazität dieses Landes rasch wieder erhöhen könnten. Leider führen jedoch Sabotageakte und bürgerkriegsähnliche Zustände zu einer starken Behinderung der Erdölproduktion. Zusammen mit der Gefahr, dass der fundamentalistische Terror auch auf Saudiarabien übergreifen könnte, führte dies zu einem starken Preisanstieg beim Erdöl, weil sich alle Verbraucher aus Angst vor Lieferengpässen eindecken wollten und die USA ihre strategischen Reserven auffüllten.

Es war aber nicht allein die industrielle Nachfrage, welche die Erdöl- und Metallpreise bewegte. **Ein grosser Teil der**

**Nachfrage zum Teil
spekulativ**

Nachfrage an den Rohwarenbörsen war rein spekulativer Natur. Hedge Funds und spekulativ veranlagte Anleger sahen im Preisanstieg eine Möglichkeit, Gewinne zu realisieren. Diese spekulative Nachfrage hat zu überhöhten Preisen geführt, die langfristig nicht zu halten sind, da sie den echten Verbrauch nicht widerspiegeln.

Das INVICO[®]-Analyseteam ist der Ansicht, dass die **Preise für Erdöl und Rohwaren im Verlaufe des Jahres stabil** bleiben und in einzelnen Bereichen sogar zurück-

gehen werden, solange es nicht zu unvorhergesehenen kriegerischen Auseinandersetzungen kommt. Diese Ansicht stützt sich auf folgende Gründe:

Hohe Preise zwingen zu Substitution und Einsparungen

Wenn Energie- und Rohstoffpreise steigen, führt dies über kurz oder lang zu Einsparungen; industrielle Prozesse werden effizienter gestaltet, sodass weniger Energie und Rohstoffe verbraucht werden und auch Privathaushalte zu sparen beginnen. Obschon die Nachfrage nach Energie in einer ersten Phase wenig auf den Preisanstieg reagiert, so zeigt die Erfahrung, dass nach einigen Monaten oder mindestens nach einem Jahr eine Sparbewegung einsetzt, die häufig auch durch die ökonomische Notwendigkeit diktiert wird. Sowohl Konsumenten mit schwachem Einkommen als auch Unternehmen mit schwacher Profitabilität müssen sparen, wenn sie überleben wollen.

Förderung brachliegender Kapazitäten

Es dauert zwar sehr lange, bis im Energie- und Metallbereich neue Kapazitäten geschaffen werden, d. h. neue Erdölquellen gebohrt oder neue Minen eröffnet werden können. Das Angebot beginnt zu steigen, teilweise auch ohne grosse Expansionschritte.

Bei den Metallen führen höhere Preise

**Angebot folgt der
Nachfrage**

sehr rasch dazu, dass Schrott wesentlich besser bewirtschaftet wird, da sich die Wiederverwendung bei hohen Preisen plötzlich lohnt.



Überdies gibt es auch viele Minen, die nun bei höheren Preisen wieder Erze abbauen können, deren Abbau sich früher bei tiefen Preisen nicht mehr lohnte. So kann die Kapazität auch ohne die Eröffnung neuer Minen gesteigert werden. Das gleiche gilt auch beim Erdöl: Je höher der Preis steigt, desto eher lohnt es sich, teurere Techniken einzusetzen, um die Produktion der bestehenden Quellen zu steigern. Dies zeigt, dass die Rohstoffproduktion auch ohne Eröffnung völlig neuer Kapazitäten bis zu einem gewissen Grad expandieren kann. Im Erdölbereich haben dies die OPEC-Staaten sowie Russland gezeigt; **in diesen Ländern gelang es angesichts der hohen Preise, die Erdölproduktion zu steigern**, auch wenn keine neuen Erdölfelder eröffnet wurden.

Neue Kapazitäten

Durch Steuererleichterungen sollen Erdölgesellschaften dazu gebracht werden, vermehrt neue Erdölquellen zu erschließen. Hohe Preise machen Investitionen in neue Kapazitäten interessant, sodass **wieder neue Minenprojekte entstehen und die Bohraktivitäten für Erdöl verstärkt werden**. Es dauert zwar recht lange, bis eine neue Mine produktiv wird oder ein neu eröffnetes Erdölfeld tatsächlich Erdöl in nennenswerten Mengen liefert. **Allein die Aussicht auf höhere Produktion führt schon dazu, dass die rein spekulative Nachfrage rasch nachlässt**, da die

Spekulanten Preiseinbrüche befürchten müssen, sobald die neuen Kapazitäten tatsächlich produktiv werden.

Heute sind wir in einer Phase, in der alle der drei oben dargestellten Elemente zum Tragen kommen: **In der Industrie und bei den privaten Haushalten setzt eine Sparbewegung ein**, indem effizientere Prozesse benützt werden. Bei **Minen- und Erdölförderungen** wird auf brachliegende Kapazitäten zurückgegriffen und es **werden auch neue Projekte gestartet**.

**Keine Inflationsimpulse aus
Rohstoffbereichen**

Alle diese Faktoren werden dazu beitragen, dass die Preise trotz der steigenden Nachfrage aus Asien nicht mehr zunehmen werden. In einzelnen Bereichen, in denen vor allem die spekulative Nachfrage zu Preissteigerungen geführt hatte, werden die Preise tendenziell sogar zurückgehen. Die Preise werden allerdings nicht auf das tiefe Niveau wie vor drei Jahren zurückgehen. **Die Zeit der Überkapazitäten und der entsprechenden Preissenkungen sind im Rohwarenbereich wegen der Nachfrage aus Asien jedoch vorbei**.

Aufgrund unserer Analyse gehen wir davon aus, dass in diesem Jahr, sowie zumindest auch in der ersten Hälfte des kommenden Jahres, aufgrund der Rohstoffsituation keine Inflationsgefahr droht.

Hedge Funds – Sind die Überflieger entzaubert?

In den letzten Jahren hiess das Zauberwort am Kapitalmarkt häufig „Hedge Funds“. Wir konnten immer wieder von sagenhaften Gewinnen lesen und Anleger fragten

sich daher, ob durch Investitionen in Hedge Funds die Performance eines Portfolios nicht massiv gesteigert werden könnte.



Der Begriff des Hedge Funds ist eine schillernde Bezeichnung, die letztlich jeden Fonds umfasst, der aussergewöhnliche Risiken eingeht oder ungewöhnliche Anlagetechniken verwendet. **Meist untersten Hedge Funds im Gegensatz zu normalen Anlagefonds auch nicht einer staatlichen Regulierung und den Anlegerschutznormen.**

Entsprechend der breiten Definition des Hedge Funds verfolgen die einzelnen Fonds die unterschiedlichsten Richtungen: Es gibt Fonds, die in bestimmten Industrien oder Aktien investieren und dabei durch die Aufnahme von Krediten eine Hebelwirkung erreichen, andere Fonds spekulieren mit Leerverkäufen auf Kursrückgänge, während eine grosse Gruppe diese Techniken auch kombiniert und damit versucht, sowohl bei Anstieg als auch bei Rückgang der Kurse Gewinne zu erzielen. Einige Fonds haben in den letzten Jahren auch in Rohstoffen investiert oder - dies war wohl eine der beliebtesten Anlagen - **mit kurzfristigen Darlehen langfristige Obligationen gekauft**, um die Zinsunterschiede zwischen kurz- und langfristigen Anlagen auszunützen (sog. Zinsarbitrage).

Eine nüchterne Analyse der Performance dieser Fonds zeigt nun aber, dass die Hedge Fund Industrie insgesamt gar keine übermässigen Renditen erzielt, ja trotz des höheren Risikos oftmals weniger Rendite erzielt als traditionelle Anlagen.

Die von der amerikanischen Fachzeitschrift Barron's publizierte Übersicht von Hedge Funds zeigt mit aller Deutlichkeit, dass die Renditen dieser Anlagekategorie in den letzten Quartalen massiv zurückgegangen sind, während die Risiken bei den meisten Hedge Funds weiterhin erheblich sind. Die aussergewöhnlich positiven Re-

sultate, von denen wir häufig hören, stammen meist nur von einer sehr kleinen Gruppe von Hedge Funds, die ein, zwei Quartale oder manchmal auch ein ganzes Jahr lang eine deutlich bessere Wertentwicklung aufweisen als ihre Konkurrenten. Der Umstand, dass einige dieser

**Performance teilweise
mittelmässig**

Fonds eine überdurchschnittliche Performance aufweisen, ergibt sich aber einfach daraus, dass es bei der sehr grossen Zahl von Hedge Funds, die alle unterschiedliche Strategien fahren, auch immer wieder einen Überflieger gibt, der tatsächlich eine sehr gute Performance erreicht. Die Hedge Funds, die wenig Erfolg haben, werden dagegen nicht erwähnt und verschwinden häufig nach einigen Jahren auch wieder von der Bildfläche.

Gründe für die ungünstige Performance von Hedge Funds liegen aber auch in der Struktur der Hedge Funds Industrie:

Hohe Gebühren

Hedge Funds verlangen typischerweise wesentlich höhere Verwaltungsgebühren als traditionelle Fonds. Zu hohen

**Gewinnbeteiligung
der Manager**

Transaktionskosten kommen hohe Management Fees und zusätzlich Gewinnbeteiligungsrechte der Fondsmanager, die typischerweise zwischen 10 und 20 % oder mehr des Gewinnes für sich beanspru-

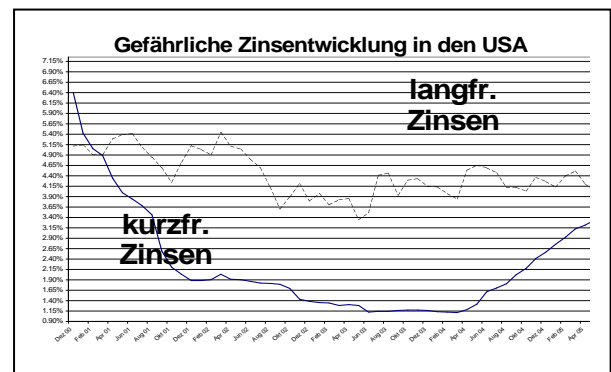


chen. Derartig hohe Gebühren führen zwangsläufig zu schlechten Renditen. Verstärkt erhöht werden derartige Gebühren noch bei Fund-of-Funds-Konstruktionen, d. h. bei Fonds, die sich nicht selbst als Hedge Funds betätigen, sondern in verschiedene andere Hedge Funds investieren. Auf der Ebene „Fund of Funds“ fallen ein weiteres Mal Transaktions- und Managementgebühren an und nicht selten auch noch Gewinnbeteiligungen. Derartige Anlageinstrumente können allein schon wegen der massiven Gebührenbelastung selten vernünftige Renditen erzielen.

Zu hohe Volumen

In den letzten Jahren haben Banken begonnen Anlegern zu empfehlen, bedeutende Portfolioanteile in Hedge Funds anzulegen. Dies hat zu einer massiven Ausdehnung des Anlagevolumens der Hedge Funds geführt, sodass diese zum Teil Mühe haben, ihre Mittel anzulegen. Dies führt dazu, dass profitable Anlagenischen, die in den letzten Jahren noch von Hedge Funds genutzt werden konnten, um hohe Renditen zu erzielen, „überlaufen“ sind.

Drängt zuviel Geld in eine bestimmte Anlage, so steigen die Preise und sinken die Renditen. Der bisher profitable „Carry-Trade“, bei dem Hedge Funds kurzfristige Kredite aufnehmen, um langfristige Obligationen zu kaufen, ist ein derartiges Beispiel: Je mehr Fonds diese Strategie verfolgten, desto stärker sanken die Renditen langfristiger Obligationen, da die Nachfrage nach derartigen Papieren steigt, was zu einer entsprechenden Verringerung der Marge zwischen Finanzierungs- und Anlagezins führt. Damit sinkt die Rendite solcher Hedge Funds, das Risiko bleibt aber weiterhin sehr hoch, wie auf folgendem Chart dargestellt wird.



Die Enttäuschung unter den Anlegern ist relativ gross, wenn sie feststellen müssen, dass Hedge Funds schliesslich auch nur mit Wasser kochen, d. h., dass auch sie sich den Gesetzmässigkeiten des Anlagemarktes nicht entziehen können. **Auch für Hedge Funds gilt, dass sie langfristig bei gleichen Risiken keine höhere Rendite erzielen können als andere Anleger.**

Nachdem die profitablen Anlagenischen für Hedge Funds zum Teil überlaufen sind, werden nun viele Hedge Funds gezwungen, grössere Risiken einzugehen, um ihre Erträge aufrechtzuerhalten. Dieser Trend zum erhöhten Risiko wird natürlich durch die Gewinnbeteiligung der Hedge Funds Manager noch verstärkt: Denn **wenn der Fonds eine Rendite erzielt, verdienen sie am Gewinnanteil, wenn sich jedoch das Risiko realisiert, tragen die Anleger allein den Verlust.** Da die hohen Risiken aber irgendwann einmal eintreffen werden, ist gerade bei diesen Fonds die Enttäuschung der Anleger programmiert.

Risiken steigen

Unsere Analyse zeigt uns, dass Hedge Funds aufgrund ihrer Intransparenz und wegen der hohen Kosten sowie der hohen Risiken nicht als Anlageinstrument geeig-



net sind, weshalb wir sie bei unseren Anlagen nicht berücksichtigen. Wir sind der Ansicht, dass wir für unsere Anleger mit

deutend tieferen Kosten und geringeren Risiken langfristig bessere Renditen erzielen können.

traditionellen Anlageinstrumenten bei be-

Die INVICO[®]-Anlagestrategie für die 27. Kalenderwoche 2005:

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

Bemerkungen: Die Börsen sind etwas ruhiger geworden. Wir erwarten eine schwächere Wirtschaftsentwicklung in 2005. Die expandierenden 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 Ihres erfolgreichen INVICO[®]-Dreistufenmodells.

Name, Vorname: _____

Strasse: _____

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

Mit uns arbeitet Ihr Kapital!

