



### 2003 war ein sehr gutes Börsenjahr - wie geht's weiter?

**D**as Jahr 2003 war ein sehr gutes Börsenjahr. So stieg der Swiss Market Index (SMI) 18.50 %, der Dow Jones Industrial Index um 25.32 % und der DAX um 37.07 %.

Gerade die zyklischen Titel (Maschinenbau, Versicherungen, Banken, Elektronik, etc.), die in den Jahren 2001 sowie 2002 sehr stark gesunken waren, haben sich im letzten Jahr sehr gut entwickelt. Viele dieser Aktien haben sogar den jeweiligen Index überflügelt. Die Hausse breitete sich auch auf Mid- und Small Cap-Titel aus; zum Teil waren es gerade Aktien dieser kleineren und mittleren Gesellschaften, die einen besonders positiven Kurszuwachs zeigten. Diese Entwicklung hat unseren Kunden gute - und bei einem hohen Aktienanteil – sogar sehr gute Ergebnisse gebracht.

Nach einem derart erfolgreichen Jahr stellt sich natürlich die Frage, wie sich die Börse weiterentwickeln wird:

Haben die Aktien aufgrund der guten Kursentwicklung des Jahres 2003 schon einen Höchststand erreicht, so dass 2004 zu Verlusten führen wird, oder

#### **Hat eine Aktienhausse erst richtig begonnen?**

Aufgrund der heutigen Umstände sind wir der Ansicht, dass die Hausse erst begonnen

hat; dies aus folgenden Gründen:

Die Wirtschaft wird sich in den nächsten zwei bis drei Jahren positiv entwickeln, da ein **neuer Investitionszyklus beginnt**. Viele Unternehmen haben seit bald vier Jahren keine oder nur noch ganz geringe Investitionen getätigt und müssen nun gerade im EDV- und Automationsbereich wieder **Ersatzinvestitionen tätigen**. Der Wettbewerbsdruck, der auf allen Unternehmen lastet und vor allem auch durch die Billiglohnländer in Asien angeheizt wird, zwingt alle Unternehmen dazu, Zusatzinvestitionen zu tätigen, um die eigene Produktion zu steigern.

#### **Wirtschaftswachstum dank neuem Investitionszyklus**

Dieser neue Investitionszyklus wird sich auch sehr bald positiv auf die Beschäftigungszahlen auswirken. Die Beschäftigung hinkt in der ersten Phase eines Aufschwungs hinter der Wirtschaftsentwicklung her, da Unternehmen möglichst lange mit den bestehenden Arbeitskräften arbeiten und sich über Neueinstellungen erst dann Gedanken machen, wenn sie sicher sind, dass es mit der wirtschaftlichen Entwicklung wieder aufwärts geht. Wenn sich die Wirtschaft aber über mehrere Monate posi-



tiv entwickelt, müssen sehr rasch zusätzliche Arbeitskräfte eingestellt werden. Von diesem Anstieg der Beschäftigung bzw. vom entsprechenden Rückgang der Arbeitslosigkeit wird der Konsum in den nächsten Monaten stark profitieren.

Insgesamt wird sich der **Investitions- und Konsumzyklus in der zweiten Hälfte dieses Jahres positiv** auswirken, was bei Unternehmen zu steigenden Umsätzen und höheren Gewinnen führen wird. In Ländern, die, wie z.B. Deutschland, über einen sehr starken Arbeitnehmerschutz verfügen, wird der Beschäftigungseffekt vorläufig gering bleiben, da sich die Arbeitgeber scheuen, derart gut geschützte Arbeitskräfte anzustellen. Sie ziehen es vor, die Produktion ins Ausland zu verlagern.

**Die Aktienbewertungen sind nur „optisch“ hoch.**

Zyklische Aktien weisen aufgrund des Kursanstiegs der letzten Monate relativ hohe Kurs/Gewinn-Verhältnisse auf. Diese basieren aber auf dem für das Jahr 2004 geschätzten Gewinnen. Wir gehen heute davon aus, dass sehr viele Gewinnschätzungen zu pessimistisch sind. Nachdem die Analysten in den Jahren 2001 und 2002 ihre Gewinnschätzungen laufend hatten senken müssen, haben sie die Gewinne für das letzte, aber auch für dieses Jahr vorsichtig geschätzt, um nachträgliche Reduktionen zu vermeiden, die immer peinlich sind.

**Wir werden deshalb im Jahr 2004 erleben, dass die Analysten der Banken ihre Gewinnschätzungen laufend erhöhen werden, was entsprechend zu tieferen Kurs/Gewinn-Verhältnissen führen wird.**

Für das Jahr 2005 erwarten wir dagegen von den meisten Unternehmen bedeutende

Gewinnsteigerungen. Viele Gesellschaften haben in den letzten Jahren ihre Kosten stark abgebaut und werden deshalb bei einem Wirtschaftsaufschwung einen entsprechend markanten Gewinnanstieg erzielen - dies mindestens solange, als sie nicht wie-

**Aktien sind aufgrund der Gewinne  
2005 nicht teuer**

der ziellos weg vom Kerngeschäft expandieren. Wenn wir heute die Aktienbewertung vor dem Hintergrund der potentiellen Gewinne von 2005 betrachten, stellen wir fest, dass die Aktienbewertung nicht übermäßig, sondern im historischen Umfeld gesehen bei vielen Aktien relativ bescheiden ist. Entsprechend sehen wir auch von dieser Seite Potential.

**Inflationsfreies Wachstum bis ins Jahr 2005**

Mindestens das Jahr 2004 wird noch ein relativ inflationsfreies Wachstum bringen, da in vielen Industrien noch Überkapazitäten herrschen. Diese führen dazu, dass Unternehmen lieber Volumen ausweiten, als die Preise zu erhöhen und bei eventuellen Preiserhöhungen eines Konkurrenten sind sie sogar bereit, günstiger zu liefern. **Der stete Importdruck aus China führt nicht nur zu relativ billigen Importwaren, sondern diszipliniert auch die Unternehmen in Europa und den USA**, die bei einer derartig starken Konkurrenz praktisch keine Preiserhöhungen vornehmen können. Zusätzlich bietet die in Europa relativ hohe Arbeitslosigkeit die Anstellung vieler Arbeitskräfte, bevor ein echter Lohndruck einsetzt.

**Dieses inflationsfreie Wachstum wird allerdings nicht ewig andauern können.**



Mindestens auf dem Rohstoffsektor sehen wir in der zweiten Hälfte 2004 und in 2005 starke Preissteigerungen und Verknappungen, da einerseits die Kapazitäten in den letzten Jahren kaum ausgebaut worden sind, andererseits aber die Nachfrage in China nach Rohstoffen und insbesondere nach Metallen äusserst stark gewachsen ist. Diese Verteuerung der Rohstoffe wird aber unseres Erachtens nicht zu einer allgemeinen Inflation führen, sondern zu sektoriellen Preissteigerungen.

Ein Inflationsschub wird erst in der zweiten Hälfte des kommenden Jahres einsetzen,

**Inflation wird erst 2005  
zum Thema**

wenn einzelne Industrien ihre Kapazitätsgrenze erreichen und damit Preissteigerungen möglich werden. Ein früherer Anstieg der Inflation ist unseres Erachtens nur dann gegeben, wenn China seine Währung massiv aufwerten würde und damit nicht nur die Importwaren aus Asien teurer würden, sondern auch europäische und amerikanische Unternehmen in die Lage kommen ihre Preise zu erhöhen. Diese Periode von **18 - 24 Monaten inflationsfreien Wachstums wird für die Aktienbewertung äusserst positiv sein**, da die Zinsen entsprechend tief bleiben werden, was eine hohe Aktienbewertung ermöglicht.

### **Zinsen bleiben vorerst tief**

Die Notenbanken werden 2004 auch bei Anzeichen von Wachstum die Zinsen nicht sofort erhöhen, sondern im Gegenteil die Zinsen relativ tief halten, um das Wachstum und die positiven Beschäftigungseffekte nicht zu erdrosseln. Die europäische Zentralbank ist zwar unter grossem politischen

Druck, da die Arbeitslosenraten in verschiedenen europäischen Ländern geradezu unerträglich hoch liegen. In den USA spielen dagegen die besonderen Gesetze eines Wahljahrs eine Rolle mit einem „sitzenden“ Präsidenten, der wiedergewählt werden will. In solchen Jahren vermeidet die Notenbank traditionell eine Erhöhung der Zinssätze, um die Chancen zur Wiederwahl des amtierenden Präsidenten nicht zu gefährden.

Aufgrund der oben dargestellten Umstände sehen wir für dieses Jahr eine positive Börsenentwicklung. Wir setzen weiterhin auf folgende Bereiche:

### **Zyklische Industrieaktien**

Im Bereich zyklischer Industrieaktien (Maschinenindustrie, Elektronik, EDV) sehen wir weiterhin sehr gute Steigerungsmöglichkeiten. Gerade **diese Aktien werden vom Investitionszyklus sehr stark profitieren**. Auch sind Anlagen in Mid- und Small-Caps sehr interessant, da es in diesem Bereich tief bewertete, aber qualitativ hochstehende Unternehmen gibt.

### **Finanzbereich**

Banken kommen wieder in einen positiven Zyklus, da mit der verbesserten Wirtschaftslage der Abschreibungsbedarf auf Kredite massiv zurückgehen wird und es wohl in vielen Fällen möglich ist, bereits abgeschriebene Kredite doch noch positiv zu

**Finanzbereich profitiert stark vom  
Wirtschaftsaufschwung**

verwerten. Die verstärkte Wirtschaftstätigkeit führt auch im Investment Banking zu massiven Volumensteigerungen, was sich



sofort in erhöhten Gewinnen niederschlägt. Gerade Unternehmen, die ein starkes Exposure in diesem Bereich haben, werden deshalb profitieren.

Stark gewinnen werden aber auch Banken, die nur in der Vermögensverwaltung tätig sind, da durch die Aktienhausse ihre Bestände und damit automatisch auch die Erträge steigen. Da diese Banken ihre Kosten in den letzten Jahren massiv abgebaut haben, werden die entsprechenden Gewinnsteigerungen zum Teil massiv sein. Positive Zeichen sehen wir nun auch bei den Versicherern, da einerseits die Prämien in den letzten zwölf Monaten in vielen Bereichen stark gestiegen sind, andererseits aber auch der Rückstellungsbedarf auf den Kapitalanlagen mit der guten Marktentwicklung nachgelassen hat und sogar zum Teil auf dem Wertschriftenportefeuille wieder Gewinne erzielt werden.

## Rohstoffaktien

Wir sehen Chancen bei Rohstofftiteln, dies besonders im Metallbereich. Diese Titel bilden auch eine **sehr gute Absicherungsposition für ein mehr industrie- und finanzorientiertes Portefeuille**, da diese Titel sich bei leicht anziehender Inflation erfahrungsgemäss gut entwickeln.

Auch im Jahr 2004 gilt, dass die oben dargestellten Anlageschwerpunkte in ein gut abgestütztes Konzept (z. B. das INVICO®-3-Stufen-Modell) eingebettet werden müssen. Dieses muss der Risikotoleranz des Anlegers Rechnung tragen und eine langfristige Perspektive aufzeigen. Gemäss diesem bewährten System bestünden die Anlagen in den Stufen **Sicherheit** aus Obligationen, Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften, in der Stufe **Aufbau** aus indexnahen Investments und Blue Chips und in der Stufe **Wachstum** aus den Bereichen Pharma, Biotech, Medtech.

## Höhere Zinsen

**I**n dem Ausmass, in dem sich die Wirtschaft positiv entwickelt, steigt auch der Kapitalbedarf der Unternehmen. Zunächst muss ein Anstieg des Umlaufvermögens (höherer Umsatz führt zu höheren Debitoren und Vorräten) finanziert werden. Im späteren Verlauf eines wirtschaftlichen Aufschwungs kommt aber auch noch die Finanzierung von Investitionen dazu. **Diese höhere Kapitalnachfrage wird über kurz oder lang zu einem Zinsanstieg führen**, da auch der Preis für Kredite mit steigender Nachfrage ansteigt. Dieser Zinsanstieg wird noch durch folgende Elemente verschärft:

### Steigende Inflationserwartung

Mit der Belebung der Konjunktur erhalten Unternehmen auch Möglichkeiten, die Prei-

se zu erhöhen, da eine steigende Nachfrage nach ihren Gütern entsprechende Preisanhebungen oft möglich macht. Dies führt dazu, dass es bei jedem Wirtschaftsaufschwung zu inflationären Tendenzen kommt. Anleger und Banken, die Unternehmen Geld zur Verfügung stellen, werden die entsprechende Inflation in ihre Renditeerwartungen einbeziehen; wenn Banken und Anleger für 2006 eine Inflation von 3-4% im Euro- und US\$-Raum erwarten, so werden sie sich spätestens 2005 nicht mehr mit Renditen zufrieden geben, die unter diesen Werten liegen, sondern eine entsprechend höhere Verzinsung verlangen.

### Politik der Zentralbanken

Die Zentralbanken der Industrieländer ha-



ben einerseits den Auftrag, der Wirtschaft genügend Mittel zufließen zu lassen, um ein nachhaltiges Wachstum zu finanzieren. Sie müssen andererseits aber auch die Preisstabilität garantieren, d.h. dafür sorgen, dass die Inflation nicht über eine Toleranzschwelle von 2 bis 3% hinausgeht. Dieser doppelte Auftrag ist in den letzten Jahren

**Inflation wird zum Thema für Zentralbanken**

vergessen gegangen, in denen die Bekämpfung der Rezession und das Gespenst einer Deflation im Vordergrund stand. Da die Zentralbanken in rezessiven oder sogar deflationären Zeiten primär auf eine möglichst grosszügige Geldversorgung der Wirtschaft achten und zusätzlich die Zinsen auf ein möglichst tiefes Niveau drücken, versuchen sie, die Wirtschaft anzukurbeln. Sobald sich aber auch nur Anzeichen von Inflation zeigen und die Wirtschaft wieder von alleine, d.h. ohne massive Zinsverbilligung und Geldzufuhr durch die Zentralbanken wächst, **tritt wieder der Preisstabilisierungsauftrag in den Vordergrund**. Dies wird dazu führen, dass die Notenbanken zu jenem Zeitpunkt selber den Geldfluss in die Wirtschaft verringern und die Zinsen steigen lassen, um eine überbordende Wirtschaftsentwicklung und einen Anstieg der Inflationsrate zu vermeiden.

Die oben dargestellten Mechanismen, die zu höheren Zinsen führen, haben sich bisher in praktisch jeder wirtschaftlichen Expansion

**Zinsen steigen ab Herbst 2004**

gezeigt, weshalb wir erwarten, dass sie sich

auch im jetzigen Wirtschaftszyklus wieder zeigen werden. Im jetzigen Wirtschaftszyklus stellt sich letztlich nur die Frage, wann diese Zinsbewegungen auftreten werden.

Das INVICO<sup>®</sup>-Analyseteam ist der Ansicht, dass die Zinsen in der ersten Hälfte 2004 noch nicht stark steigen werden. Im Herbst 2004 werden die Notenbanken der USA und Grossbritanniens als erste die Zinsen langsam steigen lassen. **Im Euro-Bereich werden die Zinsen wegen des starken Euros und der immer noch hohen Arbeitslosigkeit bis anfangs 2005 niedrig gehalten werden**. In der ersten Hälfte 2005 werden sich aber die Kräfte, die für einen Zinsanstieg sprechen, verstärken:

- Der Wirtschaftsaufschwung wird sich zu diesem Zeitpunkt konsolidiert haben, so dass die Zentralbanken die Wirtschaft nicht mehr mit billigem Geld ankurbeln müssen.
- Die Unternehmen werden ihre Preise anheben, da die Nachfrage zugenommen hat und China zu diesem Zeitpunkt wahrscheinlich nicht mehr den bisher gewohnten Preisdruck ausüben kann. **Einerseits führt die enorm starke Binnenkonjunktur in China selbst zu steigenden Kosten und andererseits wird die chinesische Währung irgendwann einmal aufgewertet** werden müssen, was automatisch zu höheren Preisen führen wird.

Die Notenbanken haben bis ins Jahr 2003 die Geldmenge in den Industrieländern sehr stark erhöht, um die Gefahr einer Deflation abzuwenden. Diese hohe Geldmenge wird zu einer erhöhten Nachfrage und damit zu einem inflationären Druck führen. Da die Bereitschaft und die Fähigkeit der Konsumenten in den Industrieländern immer mehr



zu konsumieren aber begrenzt ist, wird sich **dieser Geldmengenüberhang im Jahr 2004 und wohl auch noch 2005 primär in die Finanzmärkte bewegen und dort zu höheren Aktienpreisen führen.** Auch die Immobilienmärkte werden davon profitieren, was zu einer entsprechenden Anhebung der Immobilienpreise führen wird. Spätestens in der zweiten Hälfte des Jahres 2005 dürfte sich die Geldmenge aber auch direkt auf die Inflation auswirken, was die Notenbanken dazu zwingen wird, Geldmenge abzuschöpfen bzw. Zinsen zu erhöhen.

Der **Zinsanstieg, den wir für 2005 und vor allem auch 2006 erwarten, ist Gift für Obligationen.** Titel, die heute mit einer sehr tiefen Rendite ausgestattet sind, werden massive Kurseinbussen erleiden, wenn

**Obligationen sinken massiv bei  
Zinsanstieg**

die Marktzinsen in den nächsten zwei Jahren ansteigen. Eine Obligation, die heute eine Laufzeit von 10 Jahren und eine Rendite von 3 % aufweist, wird auf ca. 88 % fallen, was einen Verlust von 4 Jahreszinsen entspricht.

Aufgrund der oben dargestellten Zinsprognose ist das **Invico<sup>®</sup>-Analyseteam heute mit Obligationenanlagen sehr zurückhaltend**; wir vermeiden alle langfristigen Obligationen und konzentrieren uns trotz tiefen Zinsen auf den kurz- bis mittelfristigen Bereich. Als Alternative zu Obligationenanleihen sehen wir zurzeit folgende Instrumente:

### **Wandelobligationen**

Bei Wandelobligationen wird das Zinsrisiko zum Teil dadurch aufgefangen, dass der

Wert der Titel dank dem Wandelrecht von steigenden Aktienkursen profitiert. Damit hat der Anleger einerseits die Möglichkeit, vom Anstieg des Aktienmarktes zu profitieren, kann aber andererseits sein Verlustpotential aufgrund des Obligationencharakters dennoch bis zu einem gewissen Grad einschränken. Damit wird zwar das Verlustrisiko von Obligationen nicht völlig eliminiert; der Anleger hat aber im heutigen Umfeld dank dem Wandelrecht ein wesentlich besseres Rendite/Risikoprofil als bei einer normalen Obligation.

### **Immobilienfonds und Immobilienaktien**

Immobilienfonds und Immobilienaktien weisen einen beständigen Einkommens- und Dividendenfluss aus Liegenschaften aus. Die Erfahrung zeigt, dass diese Anlageinstrumente ähnlich stabil sind wie Obligationen. Das Risiko / Renditeprofil ist

**Positives Risiko/Renditeprofil  
bei Immobilienanlagen**

aber gerade in Zeiten steigender Zinsen und anziehender Inflation wesentlich besser als dasjenige von Obligationen, da die Mieterträge im Normalfall bei steigenden Zinsen bzw. höhere Inflation ebenfalls ansteigen. Gerade dann zeigt sich, dass der Anleger mit diesen Titeln nicht einen blossen Nominalwert, sondern über den indirekten Grundbesitz einen Realwert hat. Wir verwenden deshalb für unsere Klienten diese Titel als Alternative zu Obligationenanlagen.



## Emerging Markets - Aufbruch zu neuen Ufern?

Während das Wirtschaftswachstum in Europa äusserst träge erscheint, erleben wir zurzeit ein geradezu **phänomenales Wachstum in China und anderen Schwellenländern**, wie insbesondere Indien und Russland, was sich in den Aktienmärkten dieser Länder widerspiegelt. Gleichzeitig steigen auch die Aktienmärkte in vielen südamerikanischen Ländern, so dass der Eindruck entsteht, dass sich wieder eine Hausse in den Emerging Markets anbahnt.

Wenn wir die Gründe für die Wirtschaftsentwicklung in den einzelnen Ländern analysieren, so stellen wir jedoch fest, dass ihr Wachstum auf sehr unterschiedlichen Ursachen basieren:

### **Verlagerung von Produktionskapazitäten aus den Industrieländern**

Immer häufiger verlagern Unternehmen aus den Industrieländern Produktionskapazitäten in Schwellenländer, um so dank der billigen Arbeitskräften die Kosten zu senken. Diese Entwicklung wird ein wichtiger Faktor in den kommenden amerikanischen Präsidentschaftswahlen werden. **Voraussetzung für eine derartige Verlagerung ist aber nicht nur, dass billige Arbeitskräfte vorhanden sind, sondern dass auch ein hohes Bildungsniveau und ein starkes Arbeitsethos gegeben sind.** Ebenfalls wird erwartet, dass das betreffende Land eine politische Stabilität aufweist, die derartige Verlagerungen möglich macht.

Diese Bedingungen sind vor allem in China, aber auch in einigen anderen asiatischen Ländern gegeben. Diese Länder sind in der **Güterproduktion heute derart erfolgreich, dass sie sich nicht nur auf die Fa-**

**brikation für ausländische Unternehmen beschränken, sondern langsam eine Industrie entwickeln, die selbst Güter herstellt und diese direkt als Konkurrenz**

**China wird zur verlängerten Werkbank der Industrieländer**

**in die Industrieländer exportiert.** China und Vietnam folgen so letztlich dem Pfad, den Japan und Korea vor 40 bzw. 20 Jahren gegangen sind. Diese Länder bestanden zunächst aus einem Pool günstiger Arbeitskräfte, bauten dann eine Industrie auf, die den damaligen Industrieländern Komponenten lieferte und entwickelten später selber innovative Produkte.

Wir sind der Ansicht, dass **China diesen Weg gehen und damit zu einer industriellen Grossmacht aufsteigen wird.** Auch Vietnam wird diese Chance wahrnehmen, wenn auch mit einigen Jahren Verzögerung. In Südamerika lässt sich leider kein derartiger Trend feststellen, da die Kostenvorteile durch Korruption und soziale Probleme zu nichte gemacht werden.

### **Outsourcing von Dienstleistungen**

Während sich vor 30 - 40 Jahren die damaligen Schwellenländer Japan und Korea vor allem in der Güterproduktion profilieren konnten, kommt es heute verstärkt auch zu einem Outsourcing von Dienstleistungen in Schwellenländer. Industrieländer nutzen heute die Möglichkeiten der schnellen Kommunikation und vor allem auch des Internets, um Dienstleistungen in die Schwellenländer auszulagern. Bekannt ist



aber vor allem die **Auslagerung von Call-Centers, Datenerfassung, Datenverarbeitung, aber auch Software-Programmierung nach Asien.**

Diese Dienstleistungen werden heute vor allem nach Indien verlagert, wo eine breite

**Indien bietet Dienstleistungen und Softwareentwicklungen**

Schicht von gut ausgebildeten Ingenieuren für Löhne arbeitet, die sich auf einen Bruchteil der in Industrieländern üblichen Saläre belaufen. Während der **Transfer von Produktionskapazitäten in Schwellenländer letztlich der natürlichen Entwicklung reifer Volkswirtschaften entspricht**, die langsam den industriellen Sektor zugunsten des Dienstleistungssektors abbauen, bedeutet die **Verlagerung von Dienstleistungen einen direkten Verlust von Arbeitsplätzen einer Volkswirtschaft.** Diese Arbeitsplätze gehen definitiv verloren, da sie ja aus der Verlagerung von industriellen Arbeitsplätzen entstanden. Mit dem Transfer dieses Wertschöpfungselementes des Tertiärsektors an die Schwellenländer werden Hunderttausende von Arbeitsplätzen verloren gehen, die nicht mehr durch Verlagerung in andere nachfolgende Wertschöpfungsbereiche ersetzt werden können - ausser man kreiert innovative Dienstleistungen oder Produkte.

### **Rohstoffreichtum**

Das Wachstum einzelner Schwellenländer ist weniger durch die Arbeitskraft ihrer Einwohner bestimmt als durch einen grossen Rohstoffreichtum. Russland ist z. B. in dieser Lage und versucht nun, diesen **Rohstoffreichtum in ein nachhaltiges Wachstum umzusetzen.** Auch verschiedene süd-

amerikanische Länder, wie insbesondere Venezuela und Brasilien, haben einen enormen Reichtum an Rohstoffen, der eigentlich ein sehr starkes Wachstum ermöglichen müsste. Diesen Ländern ist es bisher

**Rohstoffreichtum bedeutet nicht unbedingt auch Industriewachstum**

aber nie gelungen, diesen Reichtum in ein nachhaltiges industrielles Wachstum umzusetzen, da Korruption und überdimensionierte Sozialsysteme die Umsetzung immer verhindert haben.

Die oben dargestellten Elemente, die zu Wachstum in den Schwellenländern führen, bedeuten gleichzeitig einen **Wohlstandstransfer von den Industrienationen zu diesen Ländern.** Zwar kommen die Industrieländer in den Genuss günstiger Produkte und Dienstleistungen, was die Kaufkraft der Konsumenten erhöht, sie verlieren aber einen Teil der Wertschöpfung im Produktions- und Dienstleistungssektor. Dies führt dazu, dass diese Industrieländer Wohlstandseinbussen auf der Einkommenseite erleiden, sofern sie den Verlust an Wertschöpfung nicht durch neue innovative Produkte und Dienstleistungen ausgleichen können. Dieser Bewegung der Umverteilung von Wohlstand von Industrieländern zu Schwellenländern muss der Anleger dadurch Rechnung tragen, dass er in den Schwellenländern investiert. Dabei gibt es letztlich zwei Wege, um von dieser Bewegung zu profitieren:

### **Unternehmen in Schwellenländern**

Ein Anleger kann von den verbesserten Rahmenbedingungen der Schwellenländer einmal dadurch profitieren, dass er direkt in Gesellschaften dieser Länder investiert.





Problematisch an derartigen Investments ist allerdings, dass in vielen Schwellenländern rechtliche Rahmenbedingungen gelten, die für Anleger wesentlich weniger vorteilhaft sind als die in den Industrieländern bekannten Vorschriften. Damit erhöht sich das Risiko für Anleger massiv; erinnert sei nur an

### **Direkte Investitionen bergen Gefahren**

die drakonischen Devisen- und Anlagevorschriften, die Malaysia während der letzten Asienkrise einführt oder die rüde Behandlung ausländischer Gläubiger in Argentinien. Problematisch für den Anleger ist auch, dass der Informationsstand über Unternehmen in Schwellenländern meistens relativ schlecht ist. Damit kommen letztlich nur Anlagen in Fonds (auch Indexfonds) in Frage, da diese einerseits ihre Anlagen diversifizieren können und die Fondsleitung andererseits über genügend Know-how und Informationsquellen in den betreffenden Ländern verfügt.

#### **Unternehmen, welche die Vorteile von Schwellenländern nutzen:**

Viele Industrieunternehmen haben zwar ihren Sitz in den Industrienationen, nutzen aber die Vorteile von Schwellenländern konsequent, in dem sie Dienstleistung und Produktion in diese auslagern oder selbst Produkte und Dienstleistungen für die aufstrebenden Schwellenländer herstellen. In der Schweiz besonders interessant sind in diesem Rahmen **Nestlé**, die gerade im Wasserbereich die Bedürfnisse von Schwellenländern abdeckt, **Holcim**, die dort das beste Wachstum erreicht oder **Logitech**, die im Herstellungsprozess konsequent auf die billigen Arbeitskräfte in Schwellenländern abstellt.

Die positive Entwicklung der Emerging Markets und die Hausse in diesem Bereich ist letztlich nichts Neues. Wir erleben derartige Bewegungen alle paar Jahre, wobei allerdings häufig auf **einen starken Aufschwung auch eine ebenso starke Enttäuschung folgt**. Dies ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass eine Emerging Market-Hausse in den Ländern beginnt, in denen tatsächlich eine positive Entwicklung stattfindet, später aber praktisch alle Schwellenländer nach sich zieht.

Heute müssen wir beispielsweise feststellen, dass die oben dargestellten positiven Punkte in einigen Schwellenländern tatsäch-

### **Investitionen in den falschen Ländern führen zu Verlusten**

lich vorhanden sind. Die Aktienmärkte werden aber auch in denjenigen Ländern steigen, die massive strukturelle Probleme aufweisen und es in den letzten 50 Jahren noch nie geschafft haben, ihre Probleme zu lösen.

Aus diesem Grund **meiden wir die süd-amerikanischen Märkte, die dank Rohstoffreichtum und vordergründig günstigen Arbeitskräften zwar immer wieder zu Investitionen verlocken**, aber letztlich die eigenen Vorteile durch politische Instabilität, Korruption und einen Mangel an Arbeitsethos zunichte machen. Wir konzentrieren uns in diesem Sinne auf die Schwellenländer Asiens, insbesondere China, sowie auch ausgewählte Anlagen in Indien, wo wir die grössten Chancen für Anleger sehen.



## Engpass Elektrizitätserzeugung

**T**rotz vieler Sparaufrufe, trotz effizienter Maschinen und trotz des zum Teil grossen Sparwillens steigt der Elektrizitätsverbrauch in den Industrieländern beständig an.

Der Verbrauch des traditionellen Industriesektors steigt dabei nur noch wenig oder geht sogar in einzelnen Ländern leicht zurück. Massiv zugenommen hat aber der **Elektrizitätsverbrauch des Dienstleistungsbereiches, da die unzähligen Computer, Handys, Kopierer und Drucker massiv Elektrizität konsumieren**. Der Elektrizitätsverbrauch eines einzelnen Mitarbeiters im Dienstleistungsbereich - wie z.B. Banken, Versicherungen - hat sich in den letzten 20 Jahren vervielfacht. Wo früher eine einsame Schreibmaschine und ein gewöhnliches Telefon standen, sind heute PC, Drucker, Kopierer und Fax vorhanden, die alle auch im Standby-Betrieb elektrische Energie benötigen. Die gleiche oder vielleicht sogar noch dramatischere Entwicklung zeigt sich in den privaten Haushalten. Die Zunahme an elektrischen Haushaltgeräten, Hauselektronik und die allgegenwärtigen PCs und Telekommunikationsgeräte hat zu einem starken Anstieg des Elektrizitätsverbrauchs geführt.

Die **Produktionskapazität** hat sich in den **traditionellen Industrieländern dagegen nur wenig erhöht**. Der Widerstand gegen Atomkraftwerke hat den Neubau derartiger Anlagen praktisch verunmöglicht. Umweltschützer, die nie müde werden, von erneuerbarer Industrie- Energiequellen zu sprechen, wehren sich aber gegen jedes einzelne neue Wasserkraftwerk und neuerdings auch - wegen Verschandelung der Landschaft - gegen jede Windkraftanlage.

Tatsächlich ist es in den letzten Jahren in Europa kaum möglich gewesen, ein neues Wasserkraftwerk zu errichten, und in der Schweiz ist es sogar unmöglich, eine Windkraftanlage an exponierter Stelle aufzustellen.

Da in den 70-iger Jahren zum Teil recht hohe Kapazitäten gebaut wurden und früher Elektrizitätswerke und Elektrizitätsübertragungssysteme immer von Anfang an mit Reservekapazität gebaut wurden, ist es in der Schweiz und Europa noch nicht zu massiven Verknappungserscheinungen bei der Stromerzeugung gekommen. **Es zeigen sich aber im Übertragungsbereich bedeutende Probleme**. Der Blackout in Italien, der aufgrund von Schwierigkeiten der Übertragungsleitungen zwischen der Schweiz und Italien entstanden war sowie weitere regionale Netzzusammenbrüche in Frankreich und anderen Ländern Europas sind die Vorboten eines grösseren Problems.

Heute werden viele Elektrizitätswerke und vor allem die **Übertragungsleitungen nicht mehr wie in den 70-iger Jahren mit 75 bis 80% der Kapazität gefahren, sondern sie liegen am technischen Maximum bei über 100% der Übertragungskapazität**. Dies führt dazu, dass kleinste Fehler in einem Übertragungsnetz oder der Ausfall auch nur eines relativ kleinen Kraftwerkes überraschende Folgen haben kann. Da keine Reservekapazität vorhanden ist, kann ein Netz relativ rasch zusammenfallen.

**Dramatischer als in Europa ist die Situation in den USA**, wo es bereits vor fünf Jahren in Kalifornien zu einer erheblichen Elektrizitätsverknappung kam und sich vor ein paar Monaten an der Ostküste ein gros-



ser „Blackout“ ereignete. Diese Szenarien haben immer wieder die gleiche Ursache. Aufgrund hoher Kapazitätsauslastung genügt ein relativ kleiner Defekt, um eine durchschlagende Wirkung zu entfalten.

**Kommt es in einem Land zu Blackout-Situationen, so wird dies rasch zum Politikum, was dazu führt, dass schnelle Lösungen gefunden werden müssen, um die Energieerzeugung zu steigern und die Energieübertragungsnetze zu modernisieren.** Massnahmen zur Erreichung dieser Ziele sind einerseits die Errichtung neuer Kraftwerke, andererseits aber auch die Verbesserung der Effizienz bestehender Kraftwerke. Gerade bei Wasserkraftwerken ist es in vielen Fällen möglich, durch den Einsatz neuer und wirtschaftlicher Turbinen die Leistung erheblich zu steigern. Dies wird für die Elektroindustrie zu einer Steigerung der Nachfrage führen und die Investitionstätigkeit wird anziehen.

Derartige Nachfrageimpulse kommen aber nicht nur aus den Industrieländern. Eine viel stärkere Nachfrage nach elektrischem Strom findet sich heute in den Schwellenländern wie Russland und vornehmlich in Asien. **China muss zu seiner Industrialisierung und vor allem zur Versorgung der steigenden Bedürfnisse der Wohnbevölkerung die Energieproduktion drastisch erhöhen.** Bei einem Wirtschaftswachstum zwischen 9 und 10 % muss die Stromerzeugung mindestens im gleichen Mass wachsen, was beim grossen chinesischen Markt zu unglaublichen Dimensionen führen wird.

Wir sehen daher in den nächsten zwei bis drei Jahren eine **sehr gute Konjunktur für die Zulieferer der Elektrizitätswerke.** In diesem Bereich gibt es einige sehr interessante Anlagen, die in den letzten Jahren vernachlässigt worden sind.

**Äusserst interessant erscheint uns vor allem Von Roll,** der frühere Stahl-, Umwelt- und Mischkonzern. Nach einer Sanierung und Restrukturierung im Jahr 2003 hat sich Von Roll völlig auf den Bereich Isolationsmaterial konzentriert und ist einer der weltgrössten Zulieferer für die Hersteller von Kraftwerken und Kraftwerkanlagen. Das Unternehmen wird heute von keinem Moralisten verfolgt und von Anlegern und von der Wirtschaftspresse kaum ernst genommen, da es immer noch mit der Sanierung bzw. dem nur knapp vermiedenen Konkursverfahren assoziiert wird. Tatsächlich ist der Isolationsbereich aber nicht nur erfolgreich restrukturiert worden, sondern ist auch in einem zukunftsfrächtigen Markt tätig, der sich in den nächsten 12 bis 18 Monaten massiv steigern wird. Obwohl Von Roll aufgrund der knappen Kapitalverhältnisse eine risikoreiche Aktie bleibt, ist sie als Portefeuille-Beimischung geeignet. Neben der risikoreichen Anlage bei Von Roll gibt es allerdings noch verschiedene andere Titel wie **ABB, General Electric oder Siemens, die vom Auftragsboom in der Kraftwerkbranche stark profitieren werden.** ABB kann jetzt schon im Bereich Energietechnik (Stromübertragung und Transformer Division) einen stark wachsenden Auftragseingang verzeichnen.

Impressum:

Herausgeber: INVICO® Asset Management AG, Kirchgasse 24, Postfach, 8022 Zürich  
Verantwortlich für den Inhalt: Rolf Schlegel, Helmut Beyer



# INVICO<sup>®</sup> ASSET MANAGEMENT

Die INVICO<sup>®</sup>-Anlagestrategie für die 12. Kalenderwoche 2004:

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

**Bemerkungen:** Die Börsen haben in etwas ruhigere Bahnen gewechselt. Wir erwarten eine weitere Konjunkturerholung in 2004. Die hohen Geldmengen, die tiefen Zinsen sowie die Steuersenkungen werden die Wirtschaft beleben. Wir bevorzugen die Schweiz und Euroland aus währungspolitischen Gründen.

Die INVICO<sup>®</sup> Anlagestrategie ist Grundlage für die Vermögensverwaltung und wird für INVICO<sup>®</sup> - Kunden wöchentlich den Marktverhältnissen angepasst. Die Anlagen werden laufend überwacht.

Dieser Finanzbrief enthält keine Investitionsaufforderung. Jegliche Haftung wird abgelehnt.

## Bringt Ihr Vermögen optimale Resultate – oder verdient nur der Berater?

Die beste Zeit für eine Umschichtung ist nun gekommen. Sie können entscheiden, ob Sie weiter mit den bisherigen Resultaten zufrieden sind, oder ob Sie einen grösseren Wertzuwachs erzielen wollen. Wir analysieren Ihr Portfolio und unterbreiten Ihnen einen Vorschlag, der auf dem erfolgreichen Dreistufenmodell der Invico<sup>®</sup> basiert.



Bitte analysieren Sie mein Portfolio anhand Ihres Dreistufenmodells.

Name, Vorname: \_\_\_\_\_

PLZ, Ort, Land: \_\_\_\_\_

Tel.: \_\_\_\_\_ Fax: \_\_\_\_\_ E-Mail: \_\_\_\_\_

Beilage: Aufstellung meines Portfolio

**INVICO<sup>®</sup> ASSET MANAGEMENT AG**, Kirchgasse 24, Postfach, 8022 Zürich  
Tel.: + 41(0) 1 267 60 80, Fax: + 41 (0) 1261 72 88, E-Mail: [info@invico.ch](mailto:info@invico.ch), [www.invico.ch](http://www.invico.ch)



**Mit uns arbeitet Ihr Kapital!**