

## FINANZBRIEF

### USA – HARTE LANDUNG ?

Die USA haben in den letzten 9 Jahren einen Wirtschaftsaufschwung erlebt, der stärker und länger war als ähnliche Konjunkturbewegungen in den letzten 30 Jahren. Verschiedene Faktoren haben zur aussergewöhnlichen Länge dieses Konjunkturanstiegs beigetragen.

**Hauptgrund für den langanhaltenden Boom war natürlich, dass die vorangegangene Rezession äusserst scharf war und Überkapazitäten sowie einen Pool von Arbeitslosen zurückliess**, was einen sehr langen Wirtschaftsaufschwung ohne Inflationsentwicklung erlaubte. Die dauerhafte Hochkonjunktur wurde auch durch die Entwicklung des Internets begünstigt, die erhebliche Rationalisierungs- und Kostensenkungseffekte mit sich brachte und damit ebenfalls ein Wirtschaftswachstum ohne Inflation begünstigte.

#### Wirtschaftszyklen gelten auch für New Economy

Die langjährige Aufwärtsbewegung hat verschiedene Analysten zur Annahme verführt, dass die üblichen Wirtschaftszyklen in einer "new economy" nicht mehr existieren. Unter Hinweis auf alle möglichen neuen Faktoren wurde stellenweise behauptet, dass Rezessionen der Vergangenheit angehören.

Im Sommer 2000 ging nun aber das Wirtschaftswachstum in den USA zum ersten Mal leicht zurück. Gründe dafür waren der hohe Dollarkurs, der Exporte erschwerte sowie auch ein Mangel an qualifizierten Arbeitskräften, der zu Lohnanstiegen führte. Sehr viele Ökonomen

und Analysten gehen heute davon aus, dass diese Wirtschaftsabschwächung aber nicht in eine Rezession münden wird, sondern zu einer "soft landing" wird, bei der sich das Wirtschaftswachstum zwar erheblich abschwächt, aber dennoch positiv entwickeln wird. **Das Invico<sup>®</sup>-Analyseteam teilt diese Meinung nicht. Wir gehen heute davon aus, dass die USA in den nächsten 2 Jahren mit grösster Wahrscheinlichkeit in eine Rezession geraten werden.** Für diese Prognose sehen wir folgende Gründe:

- **Rückführung der negativen Sparquoten**
- Die amerikanischen Konsumenten wiesen in den letzten 3 Jahren eine negative Sparquote auf, d. h. sie gaben mehr Geld aus als sie einnahmen. Diese Entwicklung führte zu einem eigentlichen Konsumboom, der den Wirtschaftsaufschwung in den letzten zwei bis drei Jahren zwar entscheidend förderte, der langfristig aber nicht aufrecht zu erhalten ist, da mindestens für die Altersvorsorge gespart werden muss.
- Dieses Verhalten war den Konsumenten nur möglich, weil sie gleichzeitig hohe Gewinne auf Aktien und z. T. auch auf Immobilien erzielten. Der einzelne Konsument konnte relativ leicht einen höheren Betrag als sein Ar-

#### Privatkonsum geht zurück

beitseinkommen ausgeben, solange dies durch einen entsprechenden Vermögensge-

#### Die Themen

Seite 1	USA-Harte Landung?
Seite 3	Schwierige Zeiten – Professionelle Vermögensverwaltung unerlässlich
Seite 4	Megatrends für Langfriststrategien
Seite 7	Analysetechnik – welche Aktien wann kaufen

winn kompensiert wurde und er damit das Gefühl haben konnte, dass ein Vermögen auch ohne neue Ersparnisse anstieg. Die schlechte Börsenentwicklung in den USA im laufenden Jahr führt aber zu einer Umkehr dieses Prozesses: **Nachdem die Vermögensgewinne dieses Jahr ausbleiben und sogar Verluste eingetreten sind, müssen die amerikanischen Konsumenten wieder mit ihrem echten Einkommen rechnen und können keine Kapitalgewinne mehr ausgeben.**

- Problematisch ist dabei, dass auch die Gewinne, die viele Arbeitnehmer aus Optionen (Bonus) realisieren konnten, dramatisch zurückgegangen sind. Gerade im Hightech-Bereich wurde ein grosser Teil des Arbeitsentgeltes in den USA nicht durch Salärzahlung beglichen, sondern durch die Abgabe von Optionen, die früher häufig mit sehr hohen Gewinnen verkauft werden konnten. Diese Einkommenskomponente wird genau gleich wie die Börsengewinne im Jahr 2000 zum grossen Teil ausbleiben.
- Dies wird zu einem Rückgang der Konsumnachfrage führen, was die Wirtschaft negativ beeinflussen wird. Leider ist zu erwarten, dass der **Einbruch relativ stark sein wird, da die Konsumenten ja auch die Kredite zurückführen müssen, die sie zur Finanzierung ihrer hohen Ausgaben aufgenommen hatten.**
- **Schlechte Börsenentwicklung**
- In Europa führt eine negative Börsenentwicklung nicht direkt zu einer Rezession, da die Realwirtschaft nicht der Börse folgt, sondern die Börse der Wirtschaftsentwicklung. In den USA hingegen beeinflusst die Börsenentwicklung die Realwirtschaft direkt: **Sehr viele Unternehmen verlassen**

**Börse beeinflusst Realwirtschaft**

sich nämlich auf die Börse als Finanzierungsquelle, indem sie sich hauptsächlich durch die Ausgabe von Aktien finanzieren. Diese Finanzierung steht gerade im Technologiesektor im Vordergrund. Ein Rückgang der Börsenkurse, der Emissionen massiv erschwert oder sogar verunmöglicht,

führt deshalb zu einer Kapitalverknappung in diesem Bereich, was die Unternehmenstätigkeit und vor allem die Expansion der Unternehmen enorm erschwert.

- Die Unternehmen leiden aber auch anderweitig unter rückläufigen Aktienkursen. Sie können in einem derartigen Umfeld ihre Angestellten nicht mehr mit Optionen bezahlen, sondern müssen Saläre und Boni in Bar zahlen, was gerade im Hightech-Bereich, wo das Entgelt mit Optionen üblich war, zu einem erheblichen Anstieg des Aufwands führen wird.
- Die Börsenkurse haben aber auch einen direkten Einfluss auf das Konsumverhalten, da die amerikanischen Haushalte einen grossen Teil ihres Vermögens in Aktien angelegt haben und ein Rückgang der Aktienkurse damit zu einem entsprechenden Vermögensrückgang führt. Dies wiederum hat gerade wegen der oben dargestellten negativen Sparquote sofort einen massiv dämpfenden Einfluss auf die Konsumausgaben.
- **Leistungsbilanzdefizit**
- Die USA weisen seit mehreren Jahren ein massives Leistungsbilanzdefizit auf, d. h. sie importieren wesentlich mehr Güter und Dienstleistungen als sie exportieren. Um diese negative Leistungsbilanz zu decken, ist ein Geldzufluss aus dem Ausland in Höhe von rund einer Milliarde US-Dollar pro Tag notwendig. Bisher floss tatsächlich derart viel Geld in die USA, wobei das meiste ausländische Kapital allerdings nicht in

**1 Milliarde USD Leistungsbilanzdefizit pro Tag**

- Form von Darlehen oder Obligationen angelegt, sondern in amerikanische Aktien investiert wurde. Dieser Zufluss war möglich, weil gerade für Europäer die amerikanischen Technologiewerte äusserst interessant waren. **Mit dem Rückgang der Börse wird dieser Kapitalstrom allerdings versiegen, was zu einem Rückgang des Dollarkurses führen wird.** Da sich die USA ihre defizitäre Leistungsbilanz bei rückläufigen Börsenkursen nur noch durch Kreditaufnahme finanzieren können, werden sie gezwungen sein, bei sinkendem Dollar attraktive Zinsen zu bieten, was sich wiederum negativ auf die

Wirtschaftstätigkeit auswirken wird.

- **Der Lagerzyklus**
- Ein Wirtschaftsabschwung wird meistens erst durch einen Lagerzyklus zur echten Rezession. Im Wirtschaftsaufschwung produzieren die Unternehmen relativ viel und schaffen auch auf allen Stufen Lager, um die ständig steigende Nachfrage zu befriedigen. Sobald die Nachfrage nur ein wenig nachlässt, sitzen die Unternehmen von der Produktion bis zum Detailhandelsunternehmen auf überhöhten Lagern. Um diese abzubauen, werden die Bestellungen scharf eingeschränkt, was dazu führt, dass schon bei einem anfänglich bescheidenen Rückgang der Konsumnachfrage im ganzen Herstellungs- und Distributionssystem ein überproportionaler Einbruch eintritt.
- Zu einem derartigen Einbruch wird es insbesondere kommen, wenn das Weihnachtsgeschäft auf Konsumentenebene schwach ausfällt und deshalb sämtliche Unternehmen in Lagerabbauprogramme übergehen.

Das Invico<sup>®</sup>-Analyseteam ist aufgrund dieser Umstände der Ansicht, dass es in den USA nicht zu einer "soft landing" kommen wird sondern zu einer Rezession. **Die USA werden sich nur aus**

**Harte Landung erwarten**

**einem Wirtschaftsrückgang befreien können, wenn es ihnen gelingt, ihr Leistungsbilanzdefizit unter Kontrolle zu bringen und die Ver**

**schuldung der privaten Haushalte abzubauen, die durch die negative Sparquote entstanden ist.** Erst dann ist es den Konsumenten wieder möglich, neue Ausgaben zu machen.

Die von uns befürchtete Rezession in den USA wird auch in den übrigen Ländern Folgen zeigen, da das Wirtschaftswachstum in Asien und Europa zu einem erheblichen Teil auf Exporten in die USA basiert. Letztlich findet das Leistungsbilanzdefizit der USA sein Spiegelbild in den entsprechenden Überschüssen der europäischen und asiatischen Volkswirtschaften. **Wir gehen daher davon aus, dass eine Rezession in den USA das Wirtschaftswachstum in Europa und Asien um 0,5 bis 1,5% dämpfen wird.**

Aus Sicht des Anlegers hat die von uns befürchtete Rezession in den USA folgende Konsequenzen:

- Rezessive Tendenzen und eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums werden tendenziell zu tieferen Zinsen führen; wir sehen deshalb kaum mehr Risiken für weitere Zinssteigerungen, weshalb Obligationen und auch Immobilienfonds wieder attraktiv erscheinen.
- **Die Aktien von amerikanischen Unternehmen sowie von Unternehmen, die hauptsächlich auf Exporten in die USA basieren, sind heute risikobelastet**, da wir damit rechnen müssen, dass eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums in vielen Fällen auch zu geringeren Unternehmensgewinnen führen wird. Wir haben daher in den Portefeuilles unserer Kunden den Anteil an amerikanischen Werten stark reduziert.

## SCHWIERIGE ZEITEN –

### PROFESSIONELLE VERMÖGENSVERWALTUNG UNERLÄSSLICH

Das Jahr 2000 zeigte uns, dass die Geldanlage schwierig ist; das Jahr begann mit einer fulminanten Hausse der Hightech-Aktien und endete im Hightech-Crash. **Was zu Beginn des Jahres eine erfolgsversprechende Anlage war, wurde im Dezember für manchen Anleger zum Unglück.**

Das Jahr begann mit einem hohen Wachstum in den USA, entsprechenden Inflationssorgen und einem weltweiten Zinsauftrieb. Es endete in einem völlig anderen Umfeld: das Wachstum in

den USA geht heute zurück, wobei sich nur noch die Frage stellt, ob es zu einer "soft landing" oder einer "hard landing" kommt, d. h. ob die Wachstumsabschwächung zu einer Rezession führt oder nicht. Entsprechend sind auch die Inflationssorgen wieder zurückgegangen, was den Zinsanstieg gestoppt hat. In den USA herrscht heute sogar eine inverse Zinssituation, d. h. die Zinsen für langfristige Obligationen liegen unter den Zinsen für kurzfristige Geldmarktanlagen. Ein derartiger Zinstrend ist atypisch, da normalerweise die Zinsen bei länger-

fristigen Anlagen höher sind als bei kurzfristigen. Meist ist eine derartige inverse Zinsstruktur auch ein Vorbote einer Rezession.

### **Inverse Zinsstruktur als Vorbote der Rezession**

Mit der Wachstumsverlangsamung wurden Gewinnwarnungen der Unternehmen zum beherrschenden Thema. Während im Frühjahr verschiedene Gesellschaften immer höhere Gewinne prognostizierten, mussten diese Gewinnprognosen im Herbst revidiert werden. Sehr viele Unternehmen haben in den letzten paar Wochen vor einem Gewinnrückgang gewarnt. **Diese Gewinneinbrüche betreffen allerdings weniger gestandene Gesellschaften als solche Unternehmen, die letztlich Opfer ihrer eigenen überzogenen Wachstumsträume wurden.** Dies hat zu Kurseinbrüchen geführt, die ein massives Ausmass erreichten. So liegt der Neue Deutsche Markt heute 60 %, der SWX New Market 40 % und der Nasdaq 50 % unter dem Stand per März dieses Jahres.

Gerade die Gewinnwarnungen der Hightech Unternehmen und der Vertrauensverlust der Investoren führte zu Umlagerungen zu defensiven Werten im Bereich Pharma, Nahrungsmittel, Versicherung und zum Teil auch Banken.

### **Börsenerfolg basiert auf dauernder Analyse und schnellem Handel**

Diese Bewegungen stellen eine grosse Herausforderung für die Anleger dar. Trends schnell zu erkennen und in der Anlagepolitik ohne Verzögerung umzusetzen sind die zentralen Erfolgsfaktoren in der Geldanlage. Damit stellt sich natürlich für den Anleger die Frage, ob er diesen Bewegungen selbst folgen und neue Entwicklungen genügend schnell analysieren und umsetzen kann. Individuelle Anleger, die die Geldanlage nicht zu ihrem Hobby machen, sind in diesem Punkt letztlich häufig überfordert.

In einer selbstkritischen Analyse wird mancher Anleger, der bisher von der langjährigen Hausse profitiert hat (wenn alles steigt, sind Analyse und Auswahl nicht schwierig), feststellen, dass er letztlich nicht die Zeit hat, um sich intensiv genug um seine Anlagen zu kümmern. **Professionelle Vermögensverwaltung zeigt ihre Vorteile gerade in Zeiten, in denen Trends wechseln und der Börsenerfolg nicht mehr durch blosses Zuwarten, sondern nur noch durch dauernde Analyse und schnelles Handeln gesichert werden kann.** Gönnen Sie dem Geld, das Sie erarbeitet haben, eine professionelle Verwaltung.

### **Invico® sorgt dafür, dass Ihr Geld arbeitet.**

Was können Sie von Invico® als Vermögensverwalter erwarten?

- **Professioneller Anlageprozess**
- Unser Anlageprozess beginnt mit der Untersuchung der volkswirtschaftlichen Entwicklung und führt über die Analyse von Einzelwerten und Unternehmen zu konkreten Investitionsentscheiden. Damit können wir für unsere Kunden das bestmögliche Resultat erzielen.
- **Individuelle Beratung**
- Wir arbeiten mit jedem Kunden einen Anlageplan aus, der seiner Interessenlage und seiner Risikofähigkeit angepasst ist.
- **Übersichtliches Reporting**
- Wir senden Ihnen jedes Quartal eine klare Übersicht über Ihre Portfeuillewerte und die Wertentwicklung. Dieser Quartalsbericht enthält jedes Mal auch eine Analyse der im Portfeuille befindlichen Obligationen und Immobilienfonds sowie eine Beschreibung der einzelnen sich im Portfeuille befindlichen Aktien.

## **MEGATRENDS FÜR LANGFRISTSTRATEGIEN**

Die Aussicht, wie sich die zukünftige Nachfrage nach den Produkten eines Unternehmens bzw. eines Industriebereiches entwickelt, ist für die langfristige Attraktivität eines Unternehmens entscheidend. Letztlich kann eine Gesellschaft nur dann nachhaltig steigende Umsätze und

Gewinne vorweisen, wenn auch der Absatz seiner Produkte kontinuierlich steigt. In vielen Branchen hält sich ein positiver Nachfragetrend nur während einem bestimmten Konjunkturzyklus oder sogar nur während einer bestimmten Phase in der Konjunkturabfolge. So nimmt bei-

spielsweise die Nachfrage nach Luxusgütern normalerweise in der Spätphase eines konjunkturellen Aufschwungs stark zu, geht dann aber bei einem Konjunkturabschwung massiv zurück.

### MEGATRENDS überdauern Konjunkturzyklen

Etwas langlebiger sind durch technische Innovationen ausgelöste Nachfragetrends wie beispielsweise der Trend zur mobilen Telekommunikation. Derartige Innovationstrends können häufig sogar einen Konjunkturzyklus überdauern, finden letztlich aber ihr Ende, wenn der betreffende Markt gesättigt ist.

Megatrends sind Nachfragetrends, die längerfristig wirken und mehrere Konjunkturzyklen überdauern. Megatrends sind weder einem konjunkturellen Zyklus ausgesetzt, noch enden sie in einer raschen Marktsättigung. **Megatrends werden durch Faktoren ausgelöst, die nachhaltig über 10 oder 20 Jahre anhalten. Unternehmen, die von einem Megatrend profitieren, weisen daher auch überdurchschnittliche Wertsteigerungen aus.**

Das Inviso<sup>®</sup>-Analyseteam basiert in seiner langfristigen Strategie auf der Analyse von Megatrends. Bei der kritischen Untersuchung ver-

### MEGATRENDS führen zu Anlagestrategien

schiedener Trends hat sich gezeigt, dass die echten Megatrends immer demographisch begründet sind, d. h. auf Bevölkerungsentwicklungen basieren, was sie von kurzfristigen Modetrends oder Innovationsschüben unterscheidet. Wir haben insbesondere folgende Megatrends analysiert, die zu konkreten Anlagestrategien führen:

- **Alterung der Bevölkerung**
- Die Lebenserwartung der Bevölkerung steigt praktisch unablässig. Die zusätzlichen Jahre, die uns geschenkt werden, sind aber nicht beschwerdefrei, sondern häufig von Altersbeschwerden und Krankheit begleitet und sie sind auch nicht produktiv, d. h. der alte Mensch arbeitet nicht mehr, sondern muss von seinen Ersparnissen leben. Diese Entwicklung favorisiert folgende Industrien:

- **Pharma / Medizinaltechnik / Biotechnologie**
- Die Jahre, welche die zusätzliche Lebenserwartung mit sich bringt, sind leider nur zu oft von Beschwerden begleitet. Erfahrungsgemäss stellen sich im Alter mehr oder minder starke körperliche Gebrechen ein und es kommt auch häufiger zu Krankheiten. In dieser Situation wird die Gesundheit für den alternden Menschen zum wichtigsten Gut, da die Bekämpfung von Krankheiten und Gebrechen Lebensqualität bringt. Damit sind ältere Menschen bereit, für die eigene Gesundheit sehr viel Geld auszugeben, während ihre Nachfrage nach anderen Gütern, wie insbesondere Konsumgütern, eher rückläufig ist. Einerseits ist häufig schon eine

### Im Alter nimmt Nachfrage nach Konsumgütern ab

gewisse Sättigung vorhanden ist (man braucht keine zusätzlichen Fernseher, man fährt weniger Auto etc.) und der Verbrauch von Konsumgütern zugunsten von Gesundheitsausgaben wird ebenfalls eingeschränkt. Dies schafft eine **starke Nachfrage nach pharmazeutischen und medizinaltechnischen Produkten, die alterstypische Krankheiten und Gebrechen bekämpfen oder lindern.**

- Von diesen Trends profitieren Unternehmen, die Pharmazeutika herstellen (insbesondere Herz/Kreislauf und chronische Krankheiten) oder medizinaltechnische Artikel produzieren (Osteosynthese, Gelenkersatz, sowie Herz-/Kreislaufbereich). Besonders interessant sind aber auch die biotechnologisch orientierten Unternehmen, welche innovative Problemlösung bei Altersproblemen anstreben. **In der Schweiz sind in diesem Sinne**

### Gesundheit bring Lebensqualität

**Phonak, Disetronic, Synthes-Stratec und Jomed im medizinaltechnischen Bereich interessant.** Diese Unternehmen sind allerdings heute sehr hoch bewertet, so dass mit Investitionen bis zu einer Baisse zugewartet werden sollte. Im pharmazeutischen und biotechnologischen Bereich **profitieren Novartis, Roche und Actelion von diesen**

**Trends.** Novartis verfügt heute wieder über eine gute Produktpipeline, die gerade im alterssensitiven Bereich interessant ist; Roche hatte in den letzten 2 Jahren einen gewissen Mangel an neuen Produkten, die langfristig gute Forschung ist aber ungebrochen. Beide Titel sind heute auf einem Niveau, das sie kaufenswert macht.

#### - **Vorsorge**

- Im fortgeschrittenen Alter fehlt das Erwerbseinkommen und wird durch Sozialversicherung und private Vorsorge ersetzt. Da heute erhebliche Zweifel bezüglich der langfristigen Haltbarkeit der Sozialversicherungssysteme bestehen, liegt die private Vorsorge stark im Trend. Die heutige Generation der 40- und 50jährigen rechnet kaum mehr mit einer vernünftigen Existenzsicherung durch die staatliche Sozialversicherung. **Der Anteil der Pensionäre wird in**

#### **Private Altersvorsorge im Trend**

**20 bis 25 Jahren derart gross sein, dass die produktive Generation die Bürde der Sozialversicherung kaum mehr tragen kann.** Daher steigt zwangsläufig die Nachfrage nach privater Vorsorge, sei dies im Rahmen des Banksparens, sei dies im Lebensversicherungsbereich.

Wir sehen daher einen positiven Trend für Unternehmen, die in diesem Vorsorgemarkt tätig sind und insbesondere Versicherungs- und Banklösungen kombinieren können. In diesem Sinne sind in der Schweiz insbesondere die Zürich-Versicherung interessant; dieses Versicherungsunternehmen hat es verstanden, durch den Aufbau des Vermögensverwaltungs- und Bankgeschäftes integrierte Finanzlösungen zur Vorsorge anzubieten. Interessant ist grundsätzlich auch Rentenanstalt/Swiss Life, die sich im Finanz-/Vorsorgebereich ebenfalls hervorragend positioniert hat, heute aber so hoch bewertet wird, dass zum jetzigen Zeitpunkt eine Investition nicht empfohlen werden kann.

#### - **Wohlstandszuwachs in Asien**

- In Asien schaffen viele Länder den Übergang vom Entwicklungsland zur Industrie- und Dienstleistungsgesellschaft. **Je nach Land findet dieser Entwicklungsschritt zu einem anderen Zeitpunkt und in einem anderen Ausmass statt.** Singapore beispiels

#### **In Asien wächst die Kaufkraft**

weise hat den Sprung vollumfänglich geschafft. Andere Länder wie Taiwan haben schon den grössten Teil des Weges zurückgelegt, während Thailand und Malaysia noch irgendwo in der Mitte stehen.

China und Indien sind ebenfalls in einer Aufstiegssituation, wobei allerdings nur ein relativ kleiner Teil der Bevölkerung tatsächlich vom Aufschwung und vom neuen Wohlstand erfasst wird. Trotz dieser zeitlichen und quantitativen Unterschiede führt der Wohlstandsgewinn natürlich dazu, dass sehr grosse Bevölkerungsteile über Kaufkraft verfügen, die sie zu potentiellen Kunden für Konsumgüter macht. Dieser Trend wird durch konjunkturelle Bewegungen manchmal unterbrochen. Das prinzipielle Vorwärtstreben und der Wohlstandsgewinn in Asien kann aber nicht nachhaltig gestoppt werden. Von diesem Megatrend profitieren verschiedene Industrien:

#### **Zukunftsmärkte in Asien**

#### - **Nahrungsmittelindustrie:**

- Unternehmen, die im asiatischen Raum Nahrungsmittel anbieten (insbesondere Markenartikel) werden langfristig sehr stark profitieren, da neue Konsumentenschichten eine "gehobene" Nahrungsmittelnachfrage entwickeln. **Aus Schweizer Sicht interessant ist dabei insbesondere Nestlé, die in Asien sehr gut positioniert ist** und entsprechend von diesem Trend profitieren wird.

- **Binnenmarktorientierte asiatische Unternehmen**
- Die binnenmarktorientierten Unternehmen werden in Asien langfristig von einer Nachfragezunahme profitieren, wie sie in Europa in den 50er und 60er Jahren existierte. Da es relativ schwierig ist, in diesem grossen Bereich einzelne Unternehmen zu identifizieren, empfiehlt sich auf diesem Gebiet die Fondsanlage.
- **Pharmazeutische und medizinaltechnische Unternehmen**
- Pharmazeutische und medizinaltechnische Unternehmen profitieren auch vom asiatischen Megatrend, da die Sicherstellung der Gesundheit eines der ersten Bedürfnisse ist, das mit dem steigenden Wohlstand befriedigt wird. Dabei stehen weniger die Altersbeschwerden im Vordergrund, sondern vielmehr **das breite Gesamtsortiment einschliesslich Medikamenten zur Bekämpfung von Infektionskrankheiten**. Damit sind nicht nur innovative Pharmaunternehmen interessant, sondern natürlich auch Unternehmen, die im Generica-Sektor tätig sind, d. h., die bekannte Medikamente herstellen, deren Patentschutz abgelaufen ist und die

diese Nachahmerpräparate entsprechend günstig offerieren.

- **Ist der Telekommunikationsboom ein Megatrend?**
- Von vielen Analysten wird der durch technologische Innovationen hervorgerufene Telekommunikationsboom als eigentlicher "Megatrend" hochstilisiert. Es ist zwar richtig, dass durch die Entwicklung der Mobiltelefonie und durch die Möglichkeiten der Breitbanddatenübertragung neue Märkte geöffnet wurden, die zu einer starken Nachfrage führten (vor 10 Jahren brauchte noch niemand ein Handy; heute spricht jedermann im Zug und im Restaurant dauernd in sein/ihr Handy).
- Wir sind aber der Meinung, dass es sich bei diesem **Boom in der Telekommunikation um einen mittelfristigen Innovationsschub handelt, der heute seinen Höhepunkt bereits überschritten hat**. Die Nachfrage zeigt Sättigungstendenz und entsprechend sorgt die Konkurrenzsituation für eine Margenverringerng. Der Telekommunikationsmarkt eröffnet heute zwar noch gewisse Chancen, profitiert aber nicht dauerhaft von einem langfristigen Megatrend.

## ANALYSETECHNIK – WELCHE AKTIEN WANN KAUFEN

**Anleger stellen sich immer die Frage, welche Aktien wann gekauft werden sollen. Die Antwort auf diese Frage kann letztlich nur eine sorgfältige Analysetätigkeit geben.** Im Invico<sup>®</sup>-Analyseteam unterscheiden wir dabei die Makroanalyse, d. h. die Analyse der volkswirtschaftlichen Trends und das Stockpicking, d. h. die Analyse der Einzeltitel, in die investiert werden kann:

### MAKROANALYSE

Bei der Makroanalyse werden die volkswirtschaftlichen Trends untersucht, welche die Aktienkurse beeinflussen. Wesentlich ist dabei zunächst die Konjunktorentwicklung, welche die Wachstumsraten der Unternehmen beeinflusst; wächst die Volkswirtschaft, so ziehen normalerweise auch die Gewinne an, wobei allerdings je nach Stadium der konjunkturellen Entwicklung unterschiedliche Industriezweige besonders

starkes Wachstum aufweisen.

Eine derartige Analyse muss global angelegt sein, da die Globalisierung der Wirtschaft dazu geführt hat, dass sich die konjunkturelle Entwicklung der drei grossen Blöcke Europa, Asien und USA gegenseitig stark beeinflusst. Mindes-

**Wachstum, Zinsen, Währungen  
sind entscheidend**

tens so wichtig wie die Konjunktorentwicklung ist aber auch die Analyse der Zinsentwicklung, da die Zinsen einerseits die Gewinne der Unternehmen direkt beeinflussen (Zinsen auf Fremdkapital sind in vielen Unternehmen ein ganz gewichtiger Aufwandsposten). Andererseits wirken sich Zinsen aber auch auf die Bewertung von Aktien aus, da zukünftige Gewinne bei hohen Zinsen stärker diskontiert werden und damit die Aktienkurse sinken.

Das Invico®-Analyseteam überprüft die Konjunktur- und Zinsprognosen wöchentlich und nimmt entsprechende Aktualisierungen in den Prognosen vor. Sie können diese auf unserer Webpage [www.invico.ch](http://www.invico.ch) wöchentlich verfolgen. Im heutigen Zeitpunkt sehen wir folgende Entwicklung, auf der unser Anlageszenario basiert:

- **Wirtschaftswachstum:**

- Das Wirtschaftswachstum in den USA wird sich stark reduzieren, wobei wir für 2001 mit einer Rezession (Rückgang des realen Brutto-sozialprodukts) rechnen. Dieser Wachstumsrückgang wird auch Auswirkungen auf die Konjunktur in Europa und der Schweiz haben, da die Exporte nach den USA zurückgehen werden. Wir rechnen deshalb mit einer Wachstumsabschwächung im Euroland und in der Schweiz auf rund 1,5% im Jahr 2001.

- **Zinsentwicklung:**

- Entsprechend der verlangsamten Wirtschaftstätigkeit werden die kurzfristigen Zinsen in den USA wie auch im Euroland sinken. Die Notenbanken werden die Märkte mit Liquidität versorgen, um eine Rezession zu vermeiden. Die langfristigen Zinsen (zehnjährige Obligationen) werden ebenfalls sinken, wobei allerdings der Rückgang weniger ausgeprägt sein wird, als bei den kurz-

**Klima günstig für Obligationen**

fristigen Zinsen. Ein derartiges Zinsumfeld ist günstig für Obligationen, wobei **die Käufe auf Obligationen erster Qualität beschränkt werden müssen, da die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums allenfalls dazu führen kann, dass zweit- und drittklassige Schuldner in Schwierigkeiten geraten.**

- **Währungen:**

- Der Rückgang des Wirtschaftswachstums und auch der Rückgang der Börsenkurse in den USA wird zu einer Abschwächung des Dollars führen, wobei wir 2001 sogar mit Kursen unter USD 1.50 rechnen. Von dieser Dollarschwäche werden in erster Linie der Euro und der Schweizer Franken profitieren. Wir gehen davon aus, dass die Schweizeri-

sche Nationalbank den Kurs zum Euro allerdings auf rund CHF 1,5 halten wird, um die Exportindustrie nicht zu stark zu belasten.

**Dollar wird schwächer**

Der Rückgang des Dollars wird aber den Teil der Exportindustrie belasten, der stark nach den USA orientiert ist, weshalb derartige Gesellschaften im Jahre 2001 kaum mehr attraktiv sein werden.

**STOCKPICKING**

Bei der Auswahl der richtigen Aktien verwenden wir einen Top-down-approach, d. h. wir identifizieren zunächst die uns interessant erscheinenden Industrien, um in diesen dann die erfolgsversprechenden Titel zu suchen:

- **Industrieanalyse:**

- In diesem **ersten Teil der Analyse** geht es darum, die **Industriezweige zu identifizieren, die Gewinnwachstum versprechen**. Die Attraktivität eines Industriezweiges hängt primär davon ab, ob der betreffende Industriezweig von einem **Megatrend** profitiert.

- Unternehmen aus den Bereichen Pharma, Vorsorge oder Unternehmen mit starkem Asienbezug sind langfristig interessant. In mittelfristiger Sicht ist aber die Positionierung eines Industriezweiges im laufenden Konjunkturzyklus ebenso entscheidend. Gesellschaften aus dem Halbleiterbereich wie Intel oder Unaxis sind sehr starken Zyklen unterworfen, die Erträge und Umsätze massiv beeinflussen. Dieser Zyklus hatte bis Sommer 2000 einen Aufschwung, ist nun aber seit dem Herbst 2000 wieder im Rückgang. Dies führt dazu, dass wir heute in diesem Bereich keine Investitionen mehr tätigen.

- Andere Branchen profitieren in unterschiedlichen Zeitpunkten eines Konjunkturzyklus, so steigen Temporärarbeitsfirmen meist zu Beginn einer guten Konjunktorentwicklung an, während Maschinenwerte nachhinken. **Nahrungsmittel- und Pharmazeutikunternehmen dagegen sind relativ konjunkturresistent und entwickeln sich deshalb**



**auch in einem konjunkturellen Abschwung positiv.** Nachdem wir heute in den USA mit einem konjunkturellen Abschwung und in Europa mit einer Wachstumsverlangsamung rechnen, **zeigt die Industrieanalyse heute eine Konzentration auf defensive Werte (Nahrungsmittel und Pharma), sowie auf Gesellschaften, die von Megatrends profitieren (Vorsorge, Pharma).**

**- Positionierung der Gesellschaft / Managementleistung:**

- Innerhalb eines Industriezweiges muss zwischen den einzelnen Gesellschaften nach Marktpositionierung und Managementleistung differenziert werden. **Auch in einem positiven Industrieumfeld entwickeln sich Gesellschaften schlecht, die falsche Produkte herstellen, zu hohe Kosten erzeugen oder keine Innovationen hervorbringen.** Das Invico®-Analyseteam versucht, bei jeder Gesellschaft Stärken und Schwächen auszuloten, um das richtige Unternehmen zu finden.

**- Relative Bewertung:**

- Die Aussichten eines Industriezweiges oder eines bestimmten Unternehmens müssen immer in Relation zum Börsenkurs ihrer entsprechenden Aktien gesetzt werden. Die Werte mit sehr guter Positionierung einer vielversprechenden Industrie sind dann nicht empfehlenswert, **wenn der Kurs die positive Entwicklung schon völlig vorwegnimmt und so hoch ist, dass die kleinste Abweichung vom Erfolg zu einem massiven Kurseinbruch führt.**

- Ein Beispiel für eine derartige Aktie war Huber & Suhner. Wir haben diese Aktie für viele unserer Kunden zum Preis von ungefähr CHF 1000.-- gekauft, da Huber & Suhner von der Nachfrage der Telekomunternehmen nach Hochfrequenzanlagen profitierte und ein ausgezeichnetes Management aufwies. Obwohl sich diese Faktoren beim Kursstand von CHF 1600.-- bzw. beim Höchststand von CHF 1750.-- nicht verändert hatten, verkauften wir die Titel bei dieser Bewertung, da dieser hohe Kurs die gesamten positiven Erwartungen bereits vorweggenommen hatte.

- Ein positives Beispiel relativer Bewertung ist Golay SA. Dieses Unternehmen gehört der Luxusgüterindustrie an, die von der späten Konjunkturphase sehr stark profitiert. Die meisten Luxusgüterunternehmen sind allerdings heute so hoch bewertet, dass die positiven Aussichten dieser Industrie völlig vorweggenommen sind. **Die Golay SA ist aufgrund ihrer geringen Grösse im Verhältnis unterbewertet und ist daher als Investment sehr geeignet.** Obwohl die Aktien stark angestiegen sind seitdem wir sie für unsere Kunden gekauft haben, besteht die relative Unterbewertung auch heute noch, weshalb wir sie weiter halten.

Als Analyseteam haben wir versucht, die analytischen Schritte darzustellen, die wir vornehmen. Die Aussagen, die wir zu einzelnen Titel und Industrien gemacht haben, sind aber Momentaufnahmen. **Unser Zergliederungsprozess ist ein dynamischer Vorgang, den wir jede Woche aktualisieren und der entsprechend der Änderung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen auch zu wechselnden Ergebnissen führen kann.** Gerade diese ständige Anpassung an Änderungen der Rahmenbedingungen muss aber die Stärke eines Analyseteams sein, da nur durch ständige und unabhängige Beobachtung sowie neue Analysen und Bewertungen optimale Resultate erzielt werden können.

Das Invico®-Team kombiniert Erfahrung und die Erkenntnisse moderner Anlagetheorie, um dem Anleger eine möglichst optimale Asset Allocation zu ermöglichen. Gerne stehen wir für ein persönliches Gespräch zur Verfügung.

**Impressum:**

**Herausgeber: INVICO® Asset Management AG, Kirchgasse 24, Postfach, 8022 Zürich**

**Verantwortlich: Rolf Schlegel**

# INVICO<sup>®</sup> ASSET MANAGEMENT AG

## Die INVICO<sup>®</sup>-Anlagestrategie:

(Kalenderwoche 51)

- **Sicherheitsstufe:** CHF übergewichten, Mittelfristige Obligationen 6-8 Jahre (50 %), Immobilienfonds (30 %), Geldmarkt (20 %)
- **Aufbaustufe:** Schweiz übergewichten, Aktienfonds Euroland, Schweiz & USA, Aktien: UBS, Nestlé, Novartis, Roche, SwissRe, Zurich Fin. Serv., CS-Group, DAX-Paket
- **Wachstumsstufe:** Schweizeraktien: Golay Buchel, Kardex, Nationalversicherung, Komax, Phonak, Minicap.  
  
Fonds Südostasien (10 %), Fonds Japan (10 %),  
Internet / Hightech Aktienfonds (10%)

**Bemerkungen:** Die Börsen besonders in den USA sind trotz Korrektur sehr hoch bewertet. Das Risiko eines weiteren Einbruches ist vorhanden. Die unsichere Situation, welche durch die verlangsamte Wirtschaftsentwicklung hervorgerufen wurde, färbt auf die Börse ab. Die Anlagestrategie konzentriert sich auf unterbewertete Titel mit Potential für Kurssteigerungen. Wir bevorzugen Europa aus Währungsgründen, vor allem die Schweiz.

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.



Ich interessiere mich für eine unverbindliche und kostenlose Beratung und bitte um telefonischen Anruf.

Rufen Sie mich vorgängig unter folgender Nummer an:

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

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

Tel.: \_\_\_\_\_ Fax: \_\_\_\_\_

E-Mail: \_\_\_\_\_

Falls uns Ihre E-Mail-Adresse bekannt ist, informieren wir Sie in regelmässigen Abständen über Entwicklungen im Anlagebereich, die wir für sehr wichtig halten. Unsere Anlaufstelle ist: info@invico.ch

Noch einfacher ist es, wenn Sie bei uns vorbeikommen.

Ich möchte keine weiteren Finanzbriefe erhalten.

**INVICO<sup>®</sup> ASSET MANAGEMENT AG**, Kirchgasse 24, Postfach, 8022 Zürich

Tel.: + 41 (0) 1 267 60 80, Fax: + 41 (0) 1 261 72 88, E-Mail: info@invico.ch

**Mit uns arbeitet Ihr Kapital!**