

# CHECK-UP

KUNDENINFORMATION DER PRIVATBANKIERS REICHMUTH & CO, INTEGRALE VERMÖGENSVERWALTUNG

CH-6000 LUZERN 7 RÜTLIGASSE 1 TELEFON +41 41 249 49 29 WWW.REICHMUTHCO.CH MAI 2000

## EDITORIAL

*Angesichts der jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten drängen sich grundlegende Betrachtungen über die «alte» und die «neue» Finanzwelt auf. Nach den bekannten Exzessen zur Jahrhundertwende brachte das erste Trimester 2000 eine turbulente Ernüchterung zu Gunsten der alten Welt sowohl in USA als auch in Europa und Japan.*

*«Nichts ist, wie es war», sagen die Einen. «Die Geschichte wiederholt sich immer wieder», sagen die Anderen. Beide haben recht. Die Informationstechnologie verändert unseren Alltag in rasendem Tempo. Das ewig Menschliche im Anlageverhalten jedoch bleibt unverändert.*

*Die Weisheit aller Dinge liegt im Mass – und das ist im Anlagegeschäft bei jedem Kunden individuell verschieden. Es ist geprägt von freudvollem Suchen nach Chancen einerseits und angstvollem Vermeiden zu hoher Risiken andererseits. Nur eine integrale Betrachtungsweise vermag beides unter einen Hut zu bringen. Für den, der seinen Anlagekompass langfristig ausrichtet, bringen turbulente Zeiten immer auch neue Chancen. Davon handelt dieser Markt-Check-Up.*



Karl Reichmuth

## STARKER START INS JAHR 2000 ZUKUNFTSCHANCEN AUS ANLEGERSICHT

Der Start ins neue Jahrtausend ist realwirtschaftlich weltweit geglückt. Fast die ganze Welt versprüht derzeit Optimismus über die Wirtschaftsentwicklung. Die neuen Kommunikationstechnologien und die Möglichkeiten des Internets haben zu einer kraftvollen Aufbruchstimmung mit viel Fantasie und neuen Ideen geführt. Die in den Neunziger Jahren vorherrschende Angst vor Restrukturierungen und der Unsicherheit des Arbeitsplatzes ist vorbei. Die Menschen haben sich an lebenslanges Lernen und Flexibilität gewöhnt und können viel besser als erwartet mit der Ungewissheit ihrer Zukunft umgehen. Geradezu ermutigend sind die vielen Signale, dass die gegenwärtige Umbruchszeit als Chance gesehen und wahrgenommen wird.

### Neues Unternehmertum

Während lange Zeit ein Arbeitsplatz beim Bund, in einer Grossunternehmung oder bei einem Beratungsunternehmen mit einer hierarchisch ausgerichteten Karriereplanung als erstrebenswertes Ziel vieler Studenten galt, ist das heute weit weniger der Fall. Echte Anziehungskraft dagegen haben Wachstumsfirmen oder gar ein Start-Up und die Umsetzung eigener Ideen. Möglich wurde dies nicht zuletzt durch sinkende Eintrittsbarrieren. Die sich schnell verändernden Geschäfte und die totale Transparenz durch das Internet führen zu

einer dramatischen Disintermediation. Da tun sich viele Nischen auf, in die junge innovative Firmen mit ebenso jungen und ideenreichen Unternehmern vorstossen.

Diese Dynamik führt allgemein zu mehr Zuversicht und Mut, den Sprung ins Unternehmertum zu wagen. Die meisten Geschäftsbereiche der Zukunft sind zudem wenig kapitalintensiv. Folge dieses neuen Unternehmertums sind weltweit prosperierende Wirtschaften.

### Wirtschaftsboom nicht gleich Börsenboom

Trotz diesem optimistischen Szenario sind wir gegenüber den Börsen nicht euphorisch eingestellt. Die grossen Börsengewinne werden durch sinkende Zinsen oder Restrukturierungen «eingespielt». Der Zinszyklus hat aber seit geraumer Zeit gedreht, ohne dabei die euphorische Anlegerstimmung stark zu beeinträchtigen. Wir müssen daher lei-

*Fortsetzung nächste Seite*

## INHALT

- RIF Marktperspektiven
- Das Währungs-Dilemma
- «New Compensation» als Hauptmerkmal der «New Economy»
- Private Geldpumpe
- Schweizer Aktien zurück auf fairen Niveaus

der mit einem zunehmend restriktiven Geldkleid rechnen.

### **Vom Anlagenotstand zu Anlagealternativen**

Im Sommer 1998 riefen wir den Anlagenotstand aus. Die Zinsen waren nahe bei Null, die Gewinnmargen historisch hoch und die an den Börsen bezahlten Kurs/Gewinnverhältnisse sehr optimistisch. Aufgrund der Überbewertung rieten wir zu minimalen Aktienpositionen. Die Zinsen sind seither gestiegen und ironischerweise mit ihnen auch die Chancen. Eine Beschreibung damit zusammenhängender Opportunitäten findet sich in diesem Check-Up.

### **Schweiz wieder attraktiv**

Just mit der wiedergefundenen Selbstständigkeit der SNB steigen in der Schweiz auch wieder die Anlagechancen. Noch immer attraktive Möglichkeiten sehen wir bei den kleinen und mittleren Firmen in der Schweiz. Nach dem zweijährigen Rückgang bei den Blue Chips erachten wir einen teilweisen Neueinstieg auch in diese Aktien als vertretbar. Grosse Chancen sehen wir nach wie vor im Immobilienmarkt Schweiz. In den nächsten Wochen werden wir unseren Kunden für diesen Sektor Vorschläge unterbreiten.

### **Optimismus auch in Europa**

Unser Optimismus mit Bezug auf Europa bestätigt sich. Während die Schweiz

schon im vergangenen Jahr boomte, scheint sich dieses Szenario nun in Euroland zu wiederholen. Gespräche mit Unternehmern bestätigen, ja übertreffen unsere Erwartungen. Zusammen mit den interessanten Steuervorschlägen der deutschen Regierung, welche vor allem inlandorientierten Unternehmen helfen, und unterstützt durch den attraktiven EUR Aussenwertkurs favorisieren wir nach wie vor die deutschen Aktien der 2. Linie (MDAX, siehe unten). Zusätzlich finden sich auch in Europa echte Wertaktien unter den grosskapitalisierten Titeln, welche wir weiterhin empfehlen.

### **Unterschiedliche Alternativen in USA und Japan**

In Japan und Asien sehen wir ebenfalls Potenzial im Aktienmarkt. Wir raten in diesem Teil der Welt zu kapitalgeschützten Anlagen oder zu Fonds. In den USA gibt es zwar eine Vielzahl bekannter Firmen, die sehr viel billiger zu kaufen sind als noch vor kurzem; trotzdem bleiben wir sehr tief in US Aktien engagiert. Die USA dürften am Höhepunkt einer Expansionsphase stehen. Deshalb scheint uns der US Geldmarkt für USD-orientierte Anleger mit Zinsen um 7% eher attraktiv.

### **Hedge Funds for all seasons**

Seit rund drei Jahren gelten Hedge Funds in unseren Überlegungen als eigene Anlageklasse. Obwohl wir wissen,

dass der aktuelle Hedge Fund Boom ein Kind der Hausse ist, erachten wir das Konzept von Hedge Funds nach wie vor als sinnvoll. Wir investieren primär in wenig volatile Manager, die ein echtes Geschäft betreiben. Vor dem Hintergrund des Damoklesschwertes «Crash» sind aber wohl auch diese Absicherungsstrategen nicht unverwundbar.

### **Skepsis gegenüber Technologieaktien**

Nach dem jüngsten Einbruch in den Technologieaktien stellte sich die Frage nach dem Einstieg in diese so sexy wirkende Kategorie. Wir blicken mit einer Portion Skepsis auf die bereits historischen «Neuen Bewertungsmodelle» und die entsprechenden Preise.

Gewinner der Technologierevolution werden unseres Erachtens die Konzerne sein, die die neuen Möglichkeiten für ihr Kerngeschäft zu nutzen wissen. Zusätzlich dürften bestandene Logistikunternehmen sich zu eigentlichen «Fullfillment»-Unternehmen entwickeln. Deshalb lohnt es sich, die relativ günstigen Aktien von Metro, Karstadt und anderen zu verfolgen. Ebenfalls profitieren dürften die Hardware-Hersteller und die Dienstleister, die diese Hardware bei der weltweit hohen Migrationsnachfrage einführen. Allerdings sind diese Aktien bereits seit langem sehr gut bewertet.

Ihr RIF Team

## **MDAX**

### **MITTELGROSSE DEUTSCHE WERTE**

Der MDAX umfasst 70 deutsche Unternehmen und ist als Performance Index ausgestaltet. Das heisst: Dividenden und Bezugsrechte werden berücksichtigt.

Die Gewichtung erfolgt auf der Basis des Grundkapitals, also nicht aufgrund der Börsenkapitalisierung. Die P/E Ra-

tios notieren im Durchschnitt bei 16-18, rund 40% unter denjenigen des DAX. Der MDAX notiert noch immer rund 20% unter dem Stand von Mitte 1998.

Von den Steuerreformen in Deutschland dürften vor allem die MDAX-Firmen profitieren. Die Reformen werden in Deutschland die Transformation «vom

Sich-arm-rechnen» zum «Stolz auf den Gewinnausweis» ermöglichen. Zudem steht Deutschland am Anfang eines Aufschwungs, und die Schwäche des EUR im Vergleich zum USD und JPY sollte den exportorientierten Inlandfirmen zusätzlich helfen.

Marco Buck

# «NEW COMPENSATION» ALS HAUPTMERKMAL DER «NEW ECONOMY»<sup>\*)</sup>

## VIelfÄLTIGE WIRKUNG VON OPTIONSPLÄNEN

Oft wird das geflügelte Wort der «New Economy» zitiert. Meist beinhaltet der Begriff den Wunsch, dass die Wirtschaft neu, anders, besser sei...

Tatsache ist, dass sich Optionspläne für das Management einer starken Verbreitung erfreuen. Durch Optionspläne können die Unternehmen ihre Erfolgsrechnung entlasten, denn die Löhne bleiben vermeintlich tief, weil ein Teil der Kompensation für die Arbeit auf die erwartete Wertsteigerung bei den Mitarbeiteroptionen entfällt.

### Lohnausgleich durch Privatkredite

Aus Sicht von John Smith – er steht für alle Optionsinhaber – stellen diese Optionen ein Entgelt für Arbeit dar. So lange die Optionen nicht «im Geld» oder noch gesperrt sind, ist John aufgrund des relativ tiefen Jahressalärs etwas knapp bei Kasse. Das gleicht er über Privatkredite aus, denn die Optionen – so denkt er – haben ja einen Wert. Sie werden es ihm leicht machen, die Kredite später nach Ausübung der Optionen zurückzuzahlen.

Aus der Sicht der Firma werden nur die Jahressaläre als Aufwand in der Erfolgsrechnung gebucht. Die Optionsverpflichtungen erscheinen lediglich in einer Fussnote. Das wirkt selbstverständlich stark positiv auf den ausgewiesenen Gewinn. Das Management der Firma weiss, dass die Optionen das Herzstück des Salärpakets für John sind; trotzdem denken sie primär an die Gewinnzahlen der Erfolgsrechnung. Die wahren Löhne müssen aber den echten Lohnaufwendungen entsprechen. Entweder machen also die Aktionäre oder die Johns dieser Welt oder gar beide einen Fehler.

\*) Grundlagen basieren auf einem Memorandum von David A. Levine, 22. 12. 1999

### Ein Instrument, doppelte Täuschung

Auch in den staatlichen Statistiken erscheinen die Optionspläne nicht unter «Lohnkosten». Deshalb ist die US Lohnentwicklung trotz langanhaltendem Wirtschaftsboom nach wie vor tief. Die nicht cash-wirksame Lohnkomponente für den Zusatzkonsum wird über private Kredite kompensiert, «mental gesichert» über den erwarteten Kapitalgewinn auf den Optionen. Dank den Optionsplänen konnten hohe Gewinnsteigerungen mit mässigem Lohnwachstum gezeigt werden. Und genau dies führt zu noch höheren Wertzuwächsen eben jener Optionen. Ein Instrument, doppelte Täuschung.

### Optionspläne sind «Minusdividenden»

Aktienrückkäufe gelten landläufig als steueroptimierter Ersatz für Dividenden (siehe auch Check-Up Nr. 1/2000). Denn durch den Rückkauf der Anzahl Aktien entsteht eine Gewinnverdichtung, was zu steigendem Aktienkurs im Ausmass des Rückkaufes führen sollte. Wenn Aktienrückkäufe also als Dividendenersatz gelten, gelten Optionspläne logischerweise als Minusdividenden. Denn dabei handelt es sich faktisch um die Ausgabe zusätzlicher Aktien. Neben dem positiven Effekt der Gleichrichtung der Interessen sind Optionspläne also als Negativdividenden zu behandeln.

### Zauberhafte Gewinnsteigerungen

Die Gewinnqualität wird ebenfalls zunehmend schlechter. Ein vereinfachtes Beispiel soll diesen Mechanismus verdeutlichen:

Aufgrund des bisherigen starken Wachstums bewertet der Markt eine Firma mit P/E 50x. Als Schwierigkeiten auftreten, schlägt das Management den Angestellten vor, auf 25% ihres Lohnes zu verzichten. Dafür erhalten sie den

doppelten Wert in Aktien, was diese gerne annehmen. Der Gewinn wächst dank dieser Massnahme um 50% auf 1.5 Mio. In der Folge bleibt das P/E bei 50 und der Marktpreis steigt ebenfalls um 50% auf 75 Mio!

Bsp. in Mio	Jahr 1	Jahr 2	
Umsatz	5.0	5.0	
Löhne	2.0	1.5	-25%
Andere Kosten	2.0	2.0	
Gewinn	1.0	1.5	+50%
P/E	50x	50x	
Marktwert	50	75	+50%

Man kann die Löhne nicht auf Null senken! Aber vielleicht finden sich auch noch Lieferanten, die ebenfalls gerne Aktien an Zahlungen statt nehmen...

### Optionspläne – auch Medizin für tiefe Inflation

Bei der nationalen US Lohnstatistik ist ausgerechnet die Managergruppe, rund 20% der privaten Arbeitnehmer, nicht vertreten. Wenn die Löhne nicht steigen, bleiben die Produktkosten tief und der Preisdruck bleibt gering. Das hält die gemessene Inflation tief.

### Auf Gewinnqualität achten

Das in der Politik oft zu beobachtende Gesetz, dass eine Massnahme – und mag sie politisch noch so opportun sein – auf lange Frist nicht funktioniert, wenn sie ökonomisch nicht erklärbar ist, gilt auch für die Börse. Wir raten daher zu Anlagen in Unternehmen mit hoher Gewinnqualität. Das ist zwar mit tieferen Chancen aber auch mit tieferen Kursschwankungen verbunden.



Christof Reichmuth

# PRIVATE GELDPUMPE

## WIRTSCHAFTSEXPAISION IN DEN USA

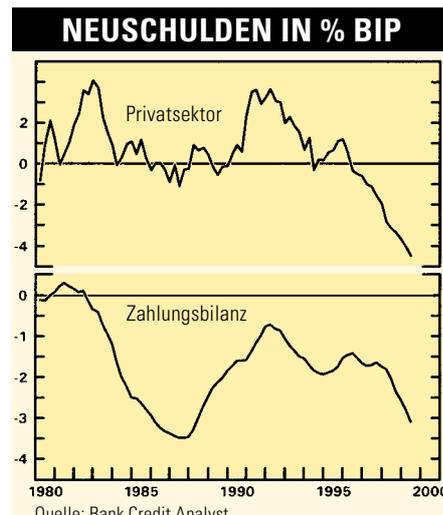
Mit staatlichen Defizit Ausgaben führte seinerzeit der grosse Ökonom John Maynard Keynes 1929 das Ende der Depression herbei. Laut Keynes braucht es eine Geldpumpstelle, um einen Aufschwung herbeizuführen. Die USA verfügen aber im Moment dank der starken Wirtschaftsexpansion und der Börsenhausse gar über einen Budgetüberschuss. Die Rolle der Pumpstelle haben in den USA die Privatpersonen übernommen. Sie haben sich so stark verschuldet wie nie zuvor.

Die Amerikaner glauben vorbehaltlos an die neue Informationstechnologie und kaufen bzw. gründen zuhauf neue Firmen. Trotz üblicherweise hoher Anfangsdefizite investieren sie enorme Summen in deren Aufbau und verschulden sich dafür über Hypotheken, Wertschriften- und sogar Konsumkredite. Allein im ersten Quartal 2000 wurden wieder gegen USD 300 Mrd neue Kredite aufgenommen. Das nennt sich pri-

vates «Geldpumpen», denn in Erwartung hoher Börsengewinne wurde trotz hoher Investitionen der Konsum nicht gedrosselt. Das Gesamtdefizit der US-Leistungsbilanz stieg auf Rekordhöhe. Vor allem aufgrund der Internet-Euphorie ist ein die gesamte Wirtschaft erfassender Zukunftsglaube entstanden. Aus gesellschaftspolitischer Sicht ist dies sicher zu begrüessen. Als Investment-Profis hingegen fragen wir uns, wie lange dieses «Defizit spending» ohne Inflation dauern kann. Irgendwann wird die virtuelle Finanzwelt Spuren in der realen Wirtschaft hinterlassen.

### Erste Anzeichen der Transmission Finanz-/Realwelt

Ein Beispiel für das Übergreifen der Finanzwelt auf die reale Welt ist Tim Koogle. Er ist der grösste Einzelaktionär von Yahoo, ein Internet Unternehmen, das mit einem Umsatz von USD 590 Mio eine Börsenkapitalisierung von USD 67 Mrd aufweist. Tim Koogle gibt jedes



Jahr Hunderte von Millionen für kulturelle Zwecke aus. Als Opernfan kauft er ganze Opernhäuser. Das «Defizit spending» von Staaten kam meist Strassenbauern, Stahlwerken oder anderen Basis-Industrien zu. Die Spenden Privater gehen mehr in Richtung Kultur und Forschung. Im Endeffekt bewirken jedoch beide Defizit Ausgaben genau dasselbe: einen Konjunkturaufschwung und gelegentlich auch Inflation.

Karl Reichmuth

# SCHWEIZER AKTIEN ZURÜCK AUF FAIREN NIVEAUS

## ZEIT FÜR TEILAUFBAU EINES BLUE CHIP PORTFOLIO

Seit rund zwei Jahren sind wir aus Bewertungsüberlegungen skeptisch gegenüber den grosskapitalisierten und satt bewerteten Blue Chips eingestellt.

Seither haben viele dieser Grosskonzerne an Wert eingebüsst. Die untenstehenden Schweizer Blue Chips etwa verloren in den letzten 2 Jahren bis zu

51% ihres Wertes. Die gegenwärtig nach oben gerichtete Zinstendenz ist nicht optimal für den aggressiven Aufbau von Aktien. Trotzdem erachten wir es für sinnvoll, auf diesem tieferen und fairen Niveau graduell mit dem Aufbau langfristiger Blue Chip Positionen zu beginnen. Ähnliche Vergleiche und analoge Schlussfolgerungen lassen sich auch in Europa und in den USA anstellen.



Alessandro Pelli

Name	Jul 98	Apr 00	Differenz	P/E 01
Ciba	210	103	-51%	15
Sair Group	510	300	-41%	9
Clariant	1050	635	-40%	14
UBS	650	430	-34%	13
Rück	4140	2800	-32%	13
Zürich	1150	750	-35%	12
CSG	385	300	-22%	14
Nestle	3520	2955	-16%	20
Novartis	2750	2350	-15%	21
Alusuisse	1190	1060	-11%	12
Holderbank	2100	1950	-7%	15

# RIF MARKTPERSPEKTIVEN

## 2. TRIMESTER 2000

### ZINSEN

#### **Weltwirtschaftsboom führt zu weiter steigenden kurzfristigen Zinsen**

Die positive Stimmung der Weltwirtschaft hält an. Die jahrelang expansiven und akkommodierenden Nationalbanken rüsten sich zu moderatem Bremsen der ungeahnt an Dynamik gewonnenen Wirtschaftsentwicklung. Bereits findet man in den USA, aber auch der Schweiz und Euroland auf wissensintensiven Gebieten kaum mehr Arbeitskräfte. Erinnerungen an die späten achtziger Jahre werden wach.

Geldpolitik wirkt primär auf der Nachfrageseite. Fed-Chef Alan Greenspan bleibt restriktiv, bis sich das Nachfragewachstum unter 4% verlangsamt. Der Markt quittiert seine Bemühungen für ein restriktiveres Geldkleid mit tieferen langfristigen Zinsen, aber extrem hohen Margen für Kreditrisiken (Swap-Spreads). Die Spreads sind höher als während der Russlandkrise. Gleichzeitig ist die Kreditausfallrate doppelt so hoch wie in einer normalen Expansionsphase. Der Markt erwartet eine Rezession, zumindest aber tiefere Inflation.

In Europa bleibt die Zinskurve vorerst noch steil. Die Aufgabe der EZB, eine einheitliche Geldpolitik für politisch souveräne Staaten zu betreiben, wird zunehmend schwieriger. Während Irland und Spanien höhere Zinsen bräuchten, würde ein solcher Schritt möglicherweise die Konjunktur Deutschlands und Frankreichs schädigen.

Wir gehen von einem Weltwachstumsszenario aus und erwarten deshalb sowohl hohe Realzinsen und einen Anstieg der Inflationsprämie. Das Zinsniveau wird dadurch weltweit ansteigen.

### WÄHRUNGEN

#### **Der USD ist beliebter Wertmassstab, gute Börsenwährung, aber er besitzt kaum Wertaufbewahrungsqualität**

Die Stärke des USD hält länger als die Fundamentaldaten erwarten liessen. Am ehesten erklären lässt sich das mit einer zu einseitig positiven EUR Haltung der Finanzauguren.

An sich ist der EUR eine stabile Währung. Trotz importierter Inflation weist er keine hohe Inflation auf. Im Aussenwert allerdings ist er sehr schwach gegenüber JPY und USD. Das beschleunigt den Durchstart der europäischen Wirtschaften. Sobald die Daten dies zeigen, wird der EUR gegen den USD erstarken. Dies zwingt zu rascheren Restrukturierungsschritten in Euroland. Bisher hat die schwache Währung die Wettbewerbsfähigkeit sichergestellt.

Die Schweizer Nationalbank ist ebenfalls erwacht. Der komplett ausgetrocknete Arbeitsmarkt, die hohen Leistungsbilanzüberschüsse und eine positive Konsumentenstimmung alarmierten die Währungshüter. Ein langsamer Anstieg des CHF gegenüber dem EUR wird toleriert. Der CHF ist damit wieder eine echte Wertsicherungswährung und könnte bei einem USD Einbruch die altbekannte Rolle des sicheren Hafens – auch gegenüber dem EUR – wieder übernehmen.

Wir empfehlen sehr tiefe USD Positionen und eine leicht übergewichtete EUR Allokation.

### AKTIENMÄRKTE

#### **Chancen in Value und Mid Caps. Large Caps sind seit zwei Jahren in einem Bear-Markt**

Seit April 1998 sinkt die Mehrzahl der Aktien. Die «Advance/Decline»-Linie ist tief negativ. Sehr viele Grossfirmen notieren heute deutlich tiefer als vor zwei Jahren. Dabei verloren sie an Indexgewicht und nur eine kleine Minderheit hat durch extreme Kursentwicklung mehr Gewicht im Index erlangt. Dies führte zu einer wohl legendären Wahrnehmungsdiskrepanz. Derzeit notieren zahlreiche Grossfirmen auf einem fairen Niveau. Nun zeigt sich der Wert des defensiven Aktienanteils der letzten 2 Jahre. Wir verfügen über reichlich Kasse und kaufen in die aktuelle Schwäche einen ersten Teil eines «Blue Chip Value»-Portfolios.

Wie erwartet produzieren die Investment Banker genügend Papier, um der riesigen Nachfrage nach Wachstums-IPOs gerecht zu werden. Die jüngste Korrektur an den Börsen wird die Nachfrage ausdünnen und zuviel Papier in der Pipeline belassen. Das zusätzliche Angebot wird die Nachfrage übersteigen.

Auch in Europa setzten sich primär Technologiekonzerne stark in Szene. Wir setzen aber auf mittelgrosse Werte, die von der Restrukturierungswelle, den Steuerreformen und dem schwachen EUR am stärksten profitieren.

Japan stieg weiter auf 18'500 Nikkei-Punkte. Der Kampf gegen den hohen JPY Kurs geht weiter, aber die Wirtschaft zeigt klare Anzeichen zur Besserung. Wir bleiben bei unserer Nikkei-Erwartung von 25'000 bis 2002 mit hoher Volatilität.

# RIF ANLAGEPOLITIK

2. TRIMESTER 2000

BASIS	CH	EU (D)	UK	USA	J
<b>Kaufkraftparitäten USD</b>					
Ned Davis Research	1,36	1,19	1,64	1	108
<b>Konjunktur (BIP)</b>					
heute	3,0%	3,1%	2,9%	6,9%	0,3%
6 Monate	↗	↗	↗	↘	↗
3 Jahre	↗	↗	→	↘	↗
<b>Inflation</b>					
heute	1,6%	2,0%	2,3%	2,7%	-0,9%
6 Monate	↗	↗	↗	↗	↗
3 Jahre	3%	4%	4%	4%	2%
<b>Aktienmarkt</b>					
Steady State FV-Potential	11%	-20%	-30%	-40%	40%
P/E 2001	18	25	20	24	28
Gewinnerwartung 2001	↗	↗	→	→	↗

PROGNOSEN	CH	EU (D)	UK	USA	J
<b>Geldmarkt (3 Monate)</b>					
heute	2,8%	3,7%	6,0%	6,1%	0,1%
6 Monate	↗	↗	→	↗	→
<b>Kapitalmarkt (10 Jahre)</b>					
heute	3,9%	5,2%	5,2%	6,0%	1,8%
6 Monate	↗	↗	↗	↗	↗
3 Jahre	↗	↗	↗	↗	↗
<b>Währungen</b>					
heute		1,58	2,64	1,67	1,58
6 Monate		→	↘	↘	↘
3 Jahre		→	↓	↓	→
<b>Aktienmarkt</b>					
heute	7.370	7.160	6.240	1.435	18.500
6 Monate	→	divergent	→	divergent	↗
3 Jahre	↗	↗	→	↘	↗

Legende:    ↗ = sehr positiv  
               → = neutral  
               ↓ = sehr negativ

divergent = unterschiedliche Markterwartung für Wert- und Wachstumsaktien

Stichtag: 23.04.2000

# RIF WELTLISTE

MAI 2000

	BRANCHE	G	THEMEN	«TIMING-DEPOT»	«ENKEL-DEPOT»	VERKAUFEN
DEFENSIV	Nahrung		Gesundheit	PARMALAT	NESTLÉ	
	Konsum	+	Functional Food Lifestyle	SAKS	PHILIP MORRIS UNILEVER	
	Versorgung	0	Liberalisierung Deregulierung	ENDESA VEBA	RWE / CKW PACIFIC GAS	
ZINSENSITIV	Banken	-	Konzentration Zins-/ Margenanstieg	HSBC BANC ONE	UBS SOGENAL	DT BANK COMMERZBANK
	Versicherung	-	Allfinanz Sinkende Kapitalerträge	FORTIS ZURICH	SWISS RE ING	
WACHSTUM	Pharma	+	Konzentrationsprozess Lifestyle-Tabletten	SCHERING PLOUGH	NOVARTIS BAYER	MERCK
	Technologie	-	Digitalisierung Investitionsbedarf	XEROX ALSTOM	HONEYWELL SIEMENS PHILIPS	ABB
	Telecom	-	Kabellose Vernetzung Mobilfunkentwicklung	ATT MCI/WORLDCOM	SIEMENS BELL ATLANTIC	
ZYKLIKER	Öl	0	Verdoppelter Ölpreis Konzentration	ENI TEXACO	ELF / TOTALFINA REPSOL	
	Chemie	+	Konzentrationsprozess Spezialisierung	DSM CLARIANT (FIP)	EASTMAN KODAK AKZO	
	Basisindustrie	+	Weltnachfrage Preistrend hat gedreht	THYSSEN METSA SERLA STORA ENSO	PECHINEY RIO TINTO ANGLO AMERICAN	ALUSUISSE
	Auto / Zulieferer	+	Plattform-Konzept Weltüberkapazität	RENAULT VW	DAIMLERCHRYSLER GEORG FISCHER MICHELIN	
	Immobilien	0	Strukturbereinigung		ST GOBAIN	
	Bau		Sanierungsbauten		HOLDERBANK	
	Maschinen	0	Innovation	STORK (FIP)	SULZER	
	Ausrüster		Management	SCHINDLER	LINDE	
	Diverse				DAX/MDAX	
	Konglomerate				NIKKEI IMMOBILIEN CH	

Timing-Depot: Interessante Kaufmöglichkeit    Enkel-Depot: Buy-and-Hold-Titel - Kernanlagen    FIP = Fall in Place (Sonderbewegung erwartet)    GR = Gewinne realisieren

## DAS WÄHRUNGS-DILEMMA

### EUROPÄISCHE INTEGRATION FÖRDERT UNGLEICHGEWICHTE

Kürzlich meldete eine Zeitung, der italienische Staat bekämpfe die Teuerung durch ein Verbot von Preiserhöhungen für staatliche und halbstaatliche Betriebe. Diese Meldung deutet auf das Hauptvertrauensproblem im neuen Währungssystem EUR. Politisch eigenständige Staaten mit eigener Fiskalpolitik sind der souveränen Geldpolitik beraubt.

In Euroland haben die einzelnen Staaten die Geld- und Zinspolitik nicht mehr im eigenen Griff. Umso weniger kann man einfach einen Inflationsstopp befahlen. Die unterschiedliche Entwicklung in den einzelnen Euroländern wird über kurz oder lang zu gefährlichen Ungleichgewichten führen. Der entstehende Integrationsdruck würde Flexibilität und Mo-

bililität von den Arbeitnehmern verlangen. Diese Eigenschaften sind jedoch wegen den verschiedenen Sprachregionen und mannigfaltigen Mentalitäten der europäischen Länder weniger anzutreffen als in den USA, einem eigentlichen Schmelztiegel unterschiedlichster Nationalitäten.

*Fortsetzung nächste Seite*

# RIF ANLAGESTRATEGIE

## 2. TRIMESTER 2000

### VORSORGE

#### Währungen

- EUR leicht übergewichten
- USD auf Minimum
- 5-10% «Rohstoff»-Währungen (AUD, CAD)

#### Kategorien

- Geldmarkt leicht abbauen zugunsten kurzer Bonds
- Alternativ in einen 1–2-jährigen Groi (Long DAX, short SPX) investieren
- Laufzeiten CHF und USD: ca. 2–3 Jahre
- Laufzeiten EUR: ca. 4 Jahre
- Aktienrisiken vermeiden

### ERNTE / ERBSCHAFT

#### Währungen

- Wie Vorsorge (oben)

#### Kategorien

- Wartegelder oder Groi (short SPX)
- Noch immer unterdurchschnittliche Aktienallokation halten
- Value-Aktien im Blue Chips Sektor selektiv zukaufen
- Nebenwerte CH und D (MDAX)
- Japan/Asien-Exposure über kapitalgeschützte Instrumente bei 5–10% halten
- 10–20% Alternativanlagen
- ca. 5% Immobilienaktien CH aufbauen

### SPORT

#### Währungen

- Short USD
- Wartegelder in EUR

#### Kategorien

- Long Europa (MDAX/Nebenwerte)
- Aufbau stark gefallener Blue Chips
- Biotech Basket aufbauen
- JGB short
- Nikkei long
- S&P oder Nasdaq short (Bear Collar oder short Future mit short Put Position)
- 30-40% Alternativanlagen

Die Empfehlungen hängen vom Marktgeschehen ab und können jederzeit Änderungen erfahren. Weitere Informationen sowie die RIF-Welt-, RIF-Nebenwert- und die aktuelle Obligationenliste können bei Herrn Alessandro Pelli oder Herrn Stefan Ulrich (+41 41 249 49 29) angefordert werden.

### Fortsetzung

Solche Gedanken mögen Grund sein für die Unterbewertung des EUR im Vergleich zum USD. Vorläufig bestehen keine echten Alternativen, sondern lediglich die Wahl zwischen drei Übeln: Entweder man investiert im klar überbewerteten USD, im unschönen Konstrukt EUR oder im manipulierten JPY.

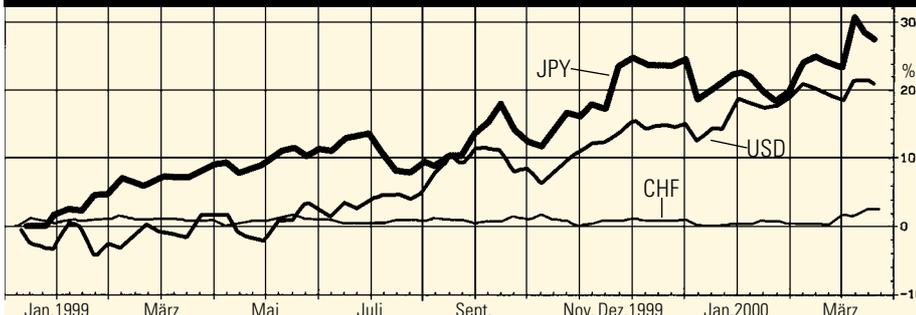
### Chance und Gefahr für den CHF

Der CHF spielt aufgrund der Grösse des Währungsraumes nur eine Nebenrolle. Dies ist Chance und Gefahr zugleich. Als kleine Währung ist der CHF beeinflussbar durch die riesigen Währungsströme, bietet andererseits jedoch eine hohe Wertstabilität. Zudem macht die SNB

mit den jüngsten Massnahmen glauben, dass sie gewillt ist, diese beizubehalten. Die Währungsallokation muss deshalb individuell auf Portfolioebene bestimmt werden.

Für spekulative Anleger raten wir zu EUR long / JPY short Positionen. Aufgrund der Zinsdifferenz und nach einer rund 30prozentigen Kursveränderung scheint das Rendite/Risiko-Profil attraktiv.

### HAUPTWÄHRUNGEN IM VERGLEICH ZUM EURO



Sven Schupp