

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 2002

EDITORIAL

1998 exponierten wir uns in einem Vortrag und im damaligen CHECK-UP zum Thema «Die Finanzwelt entfernt sich von der realen Welt». In diesem CHECK-UP schreiben wir über die, für viele – weniger für unsere Kunden – schmerzhafteste Wiederannäherung der beiden Welten.

Trotz der damit eingeleiteten Marktgesundung sagte mir kürzlich ein weiser und erfahrener Grossanleger, die Finanzwelt sei und bleibe pervertiert. Handeln, nicht investieren, sei heute (zu) oft das Ziel der sogenannten Anlageberatung. In einem solchen Umfeld würden Hedge Fund-Spezialisten am ehesten Gewinne bringen können.

Glücklicherweise nutzen wir diesen Anlagestil für unsere Kunden bereits seit 1997 erfolgreich mit einem internen Instrument. Doch jetzt, wo alle – vor allem auch die Grossen – auf diesen Zug aufspringen, kommt wahrscheinlich wieder vermehrt die Zeit für ertragreiche Wertinvestitionen, statt reiner Handelskäufe.



Karl Reichmuth
unbeschränkt haftender Gesellschafter

WAS BRINGEN DIE «00er JAHRE»? POSITIVE REALWIRTSCHAFT, UNSPEKTAKULÄRE FINANZMÄRKTE

Spätestens Ende des letzten Jahres wurde jedermann klar, die Bonanza der 90er Jahre ist vorbei. Doch was bringen uns die 00er Jahre? Eine Rückkehr zum hohen Wachstum der 90er Jahre mit einmalig guten Finanzmärkten? Noch bekunden viele Experten Mühe, sich mit der neuen Welt auseinanderzusetzen. Zu verlockend sind die positiven Prognoseversuche mittels historischer Daten (insbesondere der letzten zehn bis zwanzig Jahre), zu unklar die neuen Potenziale. Es ist viel Dunst in der Luft und bis sich der Rauch gelegt hat, hält man an der «Rückspiegel-Mentalität» fest. Unseres Erachtens, zeichnet sich ein neues Paradigma ab: Eine relativ positive Entwicklung der Realwirtschaft gekoppelt mit eher unspektakulären Finanzmärkten.

Schwerkraft – ein Prinzip, das auch in der Ökonomie gilt?

Es ist leicht verständlich, dass es einfacher ist, 20% Wachstum von einer tieferen Basis aus zu erzielen, als von einem sehr hohen Ausgangsniveau. So sind die teuren Anlagemärkte, insbesondere jene bei den hochkapitalisierten Grossfirmen, ein Pferdefuss, der erneute Kurssteigerungen aus fundamentaler Sicht als wenig wahrscheinlich erscheinen lässt.

Bewertungstreiber ohne Kraft und Saft

Wie wir stets wiederholen, ist der Zinssatz der mit Abstand wichtigste Bewer-

tungstreiber. Über die Zinssätze bestimmt sich der Multiplikator (siehe Grafik Seite 2). Bei moderneren Bewertungsmethoden, wie z. B. bei der «Discounted Cash Flow-Methode», erhöhen tiefere Abdiskontierungsfaktoren (bestimmt durch die Zinsen) die Bewertung von Aktien (und umgekehrt). In einer Börsen-Euphorie wird dieser Multiplikator psychologisch durch die Einstellung der Anleger zu Risiken (sog. Sentiment) positiv überlagert. Beides zusammen kann zu den bekannten «Bewertungsblasen» führen. Wenn die Multiplikatoren so hoch sind wie heute und das Sentiment nach geplatzter Blase zurück auf das Normalniveau sinkt, bestimmen hauptsächlich die Gewinne die Entwicklung der Bewertung. In dieser Situation befinden wir uns heute.

Was treibt die Gewinne?

Durch die rekordhohen Abschreibungen sank der S&P 500 Gewinn im 2001 um rund 55%. Von diesem Niveau aus, ist

Fortsetzung nächste Seite

I N H A L T

- Russland, China, Asien und Indien
- «Family Fonds»
- Marktperspektiven
- Anlagepolitik
- Anlagestrategie
- Hypotekarzinsen lange anbinden?

CHAOS BEI DEN GEWINN-ZAHLEN!

10% GEWINNWACHSTUM ODER 120%?

- S&P 500 Gewinn pro Aktie 2001:	USD 24.–	-53% gegenüber Vorjahr
- S&P 500 Gewinn pro Aktie 2002:	USD 52.–	+115% (Konsens)

US WACHSTUMSRATEN IM VERGLEICH 1959-1999 (NOMINAL)

- Nominelles Bruttosozialprodukt	7.5% p.a.
- Nicht-Finanz Gesellschaften	7.5% p.a.
- Total NIPA* Gewinn n. Steuern	7.4% p.a.
- S&P 500 Operativer Gewinn	6.9% p.a.

MARGEN SIND FÜR GEWINNE WICHTIGER ALS UMSATZ

- Pricing Power:	keine erkennbar	neutral
- Produktivität:	ok, vorübergehend höher	neutral
- Löhne/Saläre:	keine sinkenden Löhne	neutral

*NIPA: National Income and Product Accounts / Quelle: BCA

es wesentlich einfacher, mit Gewinnwachstum aufzuwarten. Gelingt es der Finanzindustrie, vom tiefen Niveau abzulenken, kann das vorübergehend für Kursunterstützung sorgen. Langfristig wachsen die Gewinne aber erfahrungsgemäss im gleichen Ausmass wie das Bruttosozialprodukt (vgl. Tabelle). In bestimmten Perioden, wie in den 90er Jahren, können sich kurzfristig Abweichungen zu dieser Tatsache ergeben; langfristig nähert sich das Gewinnwachstum jedoch stets dem Wachstum des BSP an.

Die Gewinnmarge ist der wichtigste Treiber für die Firmengewinne. Sie wird bestimmt durch die Fähigkeit, Preise zu erhöhen (Pricing Power), die Produktivität und die Saläre. Tendenziell sinken die Saläre nicht und die Produktivität steigt in der Regel nur vorübergehend gegen Ende einer Rezession. Damit ist die Preiserhöhungskraft und die Chance auf eine nachhaltige Margensteigerung gering. Überkapazitäten und geringe Handelshemmnisse tragen ihr übriges zur Margenerosion bei. Gewinnexplosionen erscheinen in einem solchen Szenario als unwahrscheinlich; eine gesunde Basis für nachhaltig höhere Aktienkurse scheint nicht gegeben.

Positive Entwicklung der Realwirtschaft

Die obigen Ausführungen implizieren keineswegs, dass es auch der Realwirt-

schaft gleichzeitig schlecht gehen muss. Vielmehr reagiert die Realwirtschaft zur Zeit relativ gelassen auf exogene Schocks (z.B. Kriege oder Vertrauenskrisen). Die Entwicklung der Realwirtschaft kann in vier groben Sektoren analysiert werden. Es sind dies der Konsum (rund 70% des BSP), die Investitionen (ca. 15%), die Staatsnachfrage (ca. 18%) und die Nettoexporte (ca. -3%). Insgesamt ist in der westlichen Welt, in Bezug auf alle diese Sektoren, zur Zeit eine recht gute und ruhige Entwicklung zu erkennen.

Konsum – das Steckenpferd der US Amerikaner

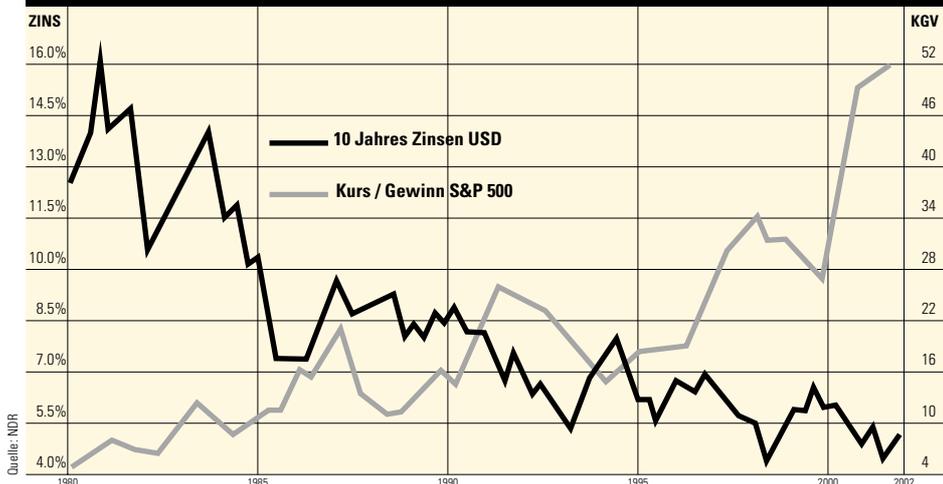
Seit der Asien- und Russlandkrise sind die Wirtschaft, und vor allem die Finanzmärkte, am Gängelband des US Zentralbankchefs Alan Greenspan. Der Versuch eines sogenannten «Kickstarts» in den USA durch die Kombina-

tion von höheren Fiskalausgaben (Keynes lässt grüssen), tieferen Steuern (Reagan) und einer ausgiebigen und billigen Geldversorgung (Greenspan), scheint zu funktionieren. Der US Konsum stieg auf sehr hohem Niveau nochmals. Die Verschuldung der Privathaushalte nahm weiter zu. Dank steigenden US Immobilienpreisen (2001: +10%) bei gleichzeitig tiefen Zinsen, konnten die Haushalte zur Befriedigung ihrer Konsumlust ihre Hypotheken erhöhen. Diese Entwicklung ist zu Ende. Bereits werden 6 mal mehr bestehende Immobilien gehandelt als neue Häuser gebaut: ein erstes Zeichen für einen überhitzten Immobilienmarkt in den USA. Sollten die Zinsen steigen, steigt die Zinsbelastung der privaten Haushalte. Die Konsequenz ist, dass plötzlich weniger Mittel für den Konsum zur Verfügung stehen. Im besten Fall können wir deshalb von einem stabilen Konsum auf hohem Niveau ausgehen.

Investitionen – der Euphorietreiber der 90er Jahre

Durch einen massiven Investitionsschub, vor allem in der Informationstechnologie, wurden die Traumergebnisse der 90er Jahre erst möglich. Mit dem Platzen dieser IT-Blase sind die Investitionen kollabiert. Nun sind viele Lager geleert, aber die Überkapazitäten bleiben bestehen. Der Fokus bleibt auf Kostensenkungen und nicht auf Umsatzwachstum. In einer angebotsgetriebenen Welt, in der sämtliche Innovationen

SINKENDE ZINSEN BEDEUTEN STEIGENDE MULTIPLIKATOREN



sehr schnell imitiert werden, bleibt der Wettbewerb extrem stark. Die Investitionen dürften auf diesem tiefen Niveau daher nur unwesentlich zunehmen.

Staatsnachfrage – Nach Japan nun auch in den USA zunehmend

Japan versucht seit Jahren, die Bilanz-Rezession (zu hohe Anlagewerte in den Bilanzen), mit massiven Fiskalmassnahmen «auszusitzen». Dadurch ist die Staatsverschuldung auf 140% des Brutto-sozialprodukts gestiegen. Nun folgen die USA diesem Schema. Drohenden Rückgängen auf den Anlagemärkten, werden mit massiven Fiskalmassnahmen begegnet. Die Budgetüberschüsse sind vorbei - die Schuldenwirtschaft des US-Staatshaushaltes ist zurück. Tendenziell wirkt eine Rückkehr der expansiven Fiskalpolitik zumindest vorübergehend wachstumsunterstützend.

Nettoexporte – Globalisierungsgrenzen wegen Protektionismus

Der hohe Nettoimport der USA mit entsprechendem Finanzbedarf ist legendär. Die USA benötigen jedes Jahr rund USD 400 Mrd. Nettogeldzufluss. Sollte dieser ausbleiben, könnte ein sinkender USD das Handelsbilanzdefizit wieder ins Lot bringen. Mit der kürzlich ergriffenen protektionistischen Massnahme der USA, Stahlimporte mit Schutzzöllen zu belegen, hat ausgerechnet die Führung-Nation ein erstes Zeichen für limitiertere Globalisierung mit eingeschränktem Welthandel gesetzt.

YALE-ENDOWMENT-EIN SOPHISTIZIERTER VORREITER

	YALE 1997	YALE 2001	REICHMUTH 2002
Cash	-0.7%	6.2%	5.0%
Obligationen	12.1%	9.8%	40.0% ←
Aktien Inland	21.5%	15.5%	10.0%
Aktien Ausland	12.6%	10.6%	10.0%
Alternativanlagen	23.3%	22.9%	20.0% ←
Immobilien	11.6%	16.8%	10.0% ←
Private Equity	19.6%	18.2%	5.0%

Positive, aber wenig spektakuläre Entwicklung

Als Fazit wagen wir deshalb die Aussage, dass sich die Finanzwelt und Realwirtschaft in den 00er Jahren tendenziell wieder annähern - und zwar durch eine recht gute Entwicklung der Realwirtschaft mit sehr verhaltenen Finanzmärkten.

Überraschungspotenziale in unserem Szenario

Exogene Schocks, wie z.B. ein Krieg, könnten diese Erwartung aus den Angeln heben. Allfällige Vertrauenskrisen und deren Effekte auf die Finanzmärkte, sind ebenso nicht zu unterschätzen. In einem solchen Szenario könnte plötzlich Gold und der immer noch de facto goldgedeckte CHF verstärkt gesucht werden. Gold dient eben nicht nur als Inflations-, sondern vielmehr auch als Vertrauensindikator. Eine positive Überraschung, vor allem für Europa, wäre ein Wachstumsschock, dank dem politisch stabiler werdenden Osteuropa.

Positionierung in der Welt der 00er Jahre

Grosskapitalisierte Aktien, das bevorzugte Tummelfeld für institutionelle Anleger, dürften in diesem Umfeld nicht die beste Anlageklasse sein. Vielmehr ist es an der Zeit, die Renditeerwartung dem neuen Paradigma anzupassen und das Portfolio entsprechend zu gestalten. Als Beispiel erwähnen wir einmal mehr den «Endowment Fonds» der Yale Universität. Seit Jahren gilt diese Institution als Vorreiter für eine pro-aktive Anlagepolitik, welche sich nicht an jährlichen Benchmarks orientiert. Im Unterschied zu Privatinvestoren, kann diese Institution auf einen «unendlichen» Zeithorizont zählen. Daraus erklärt sich denn auch der Hauptunterschied zwischen der Yale Allokation und unseren Durchschnittswerten (vgl. Tabelle oben).

Im EUR-Bereich erscheinen uns Obligationen mit einer Rendite von 5% attraktiv. Im Aktienbereich bevorzugen wir nach wie vor Nebenwerte, Wertaktien, Dividententitel und unsere Bottom Fishing Strategie. Daneben versuchen wir uns nicht nach Benchmarks (z.B. Aktienindices) zu orientieren und mit Timing und Selektion für unsere Kunden einen Mehrwert zu generieren. Für Alternativanlagen setzen wir auf die seit Jahren bewährte Strategie. Neben Mobimo als Renditeimmobiliengesellschaft raten wir auch zu Direktanlagen in Immobilien.

Ihr RIF-Team

RUSSLAND, CHINA, ASIEN UND INDIEN

Russland, China, Asien und Indien sind vieldiskutierte Regionen für echtes Wachstum. Wir sehen das ebenso. Doch gibt es gewichtige Gründe, die für eine limitierte Allokation in diese Märkten sprechen. Neben den politischen Risiken gilt es, die grosse Verwässerungsgefahr durch laufende Kapitalerhöhungen in solchen Wachstumsmärkten im Auge zu behalten. Hinzu kommt, dass oftmals inländische vor den ausländischen Investoren vom Wachstum profitieren. Da wir über keine Expertise für Investitionen in diesen Ländern verfügen, raten wir zur selektiven Beimischung von Fonds.

«FAMILY FONDS»

EIN BESTECHENDES KONZEPT

Mit dem Family Fonds-Konzept lanciert die Reichmuth & Co Investmentfonds AG eine schweizerische Innovation für die Verwaltung von grossen Familienvermögen. Die professionelle Struktur des Family Fonds mit ihrer hohen Transparenz, Sicherheit und Flexibilität löst die Probleme der wirtschaftlichen Doppelbesteuerung von Holdingstrukturen und stellt eine administrativ attraktive Form der Bewirtschaftung für private Vermögensteile dar.

Family Fonds - die Familienschatulle

Ein Family Fonds ist ein für eine bestimmte Personengruppe (z.B. Familie) massgeschneiderter Anlagefonds schweizerischen Rechts. Dadurch kann ein Vermögen unter einem Dach – Family Fonds – verwaltet werden. In den Family Fonds können die unterschiedlichsten Vermögensklassen (wie Aktien, Obligationen, Fondsanteile, Beteiligungspapiere, Derivate, Immobilien usw.), auf Wunsch auch Sachwerte (payment «in kind») eingebracht werden.

Alle Vorteile einer professionellen Struktur ...

Ein Anlagefonds besitzt keine eigene Rechtspersönlichkeit. Die Verantwort-

ung für die Gleichbehandlung der Anteilsinhaber liegt bei der Fondsleitungsgesellschaft, die Verwahrung der Vermögenswerte obliegt einer Depotbank. Beide unterstehen der Eidg. Bankenkommision (EBK). Durch die jährliche Revision des buchhalterischen Abschlusses, wird die Sicherheit zusätzlich erhöht. Die professionell geführte Jahresrechnung hat gleich mehrere Vorteile: Die Rückforderung der Verrechnungssteuern wird erledigt und der Jahresabschluss dient gleichzeitig als Grundlage für die privaten Steuererklärungen, was deren Aufbereitung kostenwirksam reduziert.

... gepaart mit steuerlichen Vorteilen

Die Besteuerung des Anlegers in einen Family Fonds entspricht in etwa derjenigen einer Privatperson. Allerdings genießt er eine markant erhöhte Sicherheit, nicht als «gewerbsmässig» eingestuft und besteuert zu werden. Hinzu kommt, dass Family Fonds weder der Umsatzabgabe noch der Mehrwertsteuer unterliegen. Der gewichtigste Vorteil ist aber die komplette Elimination der wirtschaftlichen Doppelbesteuerung, welche bei Holdingstrukturen zur An-

wendung gelangt.

Die nachfolgende Tabelle ist eine Gegenüberstellung von Faktoren, welche bei der Bewirtschaftung eines Privatvermögens zu berücksichtigen sind. Hierbei wird zwischen der Bewirtschaftung des Privatvermögens «auf eigene Faust», mittels eines Family Fonds oder einer Personal Holding, unterschieden.

Bedürfnis bestimmt Struktur

Stets sind die individuellen Bedürfnisse der Vermögensinhaber Ausgangspunkt bei der Frage nach der geeigneten Struktur. Für viele dieser Bedürfnisse ist die Bewirtschaftung des «Familienschatzes» in dieser Form optimal. In diesem Sinne ist der Family Fonds die Weiterentwicklung unserer integralen Vermögensverwaltung. Wir würden uns sehr freuen, wenn wir Ihnen dieses innovative Konzept in einem persönlichen Gespräch detailliert erläutern dürften.



Dr. Ricardo Cordero

FAKTOR	AUF EIGENE FAUST	FAMILY FONDS	PERSONAL HOLDING
Juristische Struktur	Keine	Anlagefonds schweiz. Rechts	Aktiengesellschaft
Errichtung	Nicht notwendig	Sehr einfach, Einbringung von Sachwerten («in kind») möglich	Einfach
Auflösung	Sehr einfach	Sehr einfach Keine steuerlichen Konsequenzen Auszahlung in Sachwerten («in kind») möglich	Sehr aufwendig Steuerliche Doppelbelastung
Transparenz	Transparent Relativ aufwendige Konsolidierung	Sehr transparent Sehr einfache Konsolidierung	Relativ transparent Beschränkte Konsolidierung
Steuern	Einfach	Einfach Reduziertes Risiko der Besteuerung als gewerbsmässiger Anleger Keine MWSt Keine Umsatzabgabe	Komplex Thesaurierung von Einkommen möglich Doppelte Besteuerung bei Ausschüttungen und bei der Auflösung
Sicherheit	Hoch	Sehr hoch Jährliche Revision	Hoch Jährliche Revision
Aufsicht	Keine	EBK	Keine
Teilbarkeit	Aufwendig	Sehr einfach	Einfach
Administration	Aufwendig	Sehr geringer Aufwand	Sehr aufwendig
Kostenstruktur	Einfach Unübersichtlich	Sehr einfach Sehr übersichtlich	Einfach Vielschichtig

MARKTPERSPEKTIVEN

2. TRIMESTER 2002

ZINSEN

Unspektakuläre Wirtschaftserholung führt zu Verflachung der Zinskurven mit höheren kurzfristigen und stabilen mittleren und langen Zinsen.

Die USA vermehren dank einer Kombination von einmaligen Effekten (tiefere Steuern, höhere Staatsausgaben, Lageraufbau, Immobilienrefinanzierung), ein überraschend gutes Wirtschaftswachstum. Boomerscheinungen sind aber nicht absehbar. Das extreme Geldmengenwachstum durch den globalen Reflationierungswettbewerb stellt ein gewisses Inflationspotenzial dar. Aber nur, wenn es nachfragewirksam wird. Wir erwarten ein langsames Abschöpfen der hohen Liquidität, wodurch das Inflationspotenzial tendenziell verringert wird. Die kurzen US-Zinsen werden bis Ende Jahr voraussichtlich gegen 4% steigen, wohingegen wir am langen Ende vorerst einen Range von 5-6% erwarten.

Japan ist nach wie vor in einer deflationistischen Bilanz-Rezession. Nicht die Sparquote ist hier das Problem, sondern die fehlende Nachfrage und ein grosser Abschreibungsbedarf bei Alt-schulden. Die Bereinigung der Bilanzen wird noch einige Jahre andauern. Trotz weiterer Fiskalpakete dürfte der Anstieg der langen JPY Zinsen vorerst noch kein Thema sein. Die kurzfristigen Zinsen bleiben bei 0%.

Europa ist und bleibt Mittelmasse ohne starkes Wachstum. Der EUR hat der Flexibilität der europ. Länder tendenziell geschadet. Grosse Strukturreformen bleiben aus. Erste, evtl. zu radikale Massnahmen, lassen sich in Berlusconi «Reich» auf dem Arbeitsmarkt erkennen. Europa ist satt und wenig zukunftsorientiert. Wir erwarten eine weitere mittelmässige Entwicklung mit

wenig Bewegung an den Zinsmärkten: stabile kurze wie langfristige Zinsen.

In der Schweiz scheint der Konjunkturtiefpunkt hinter uns zu liegen. Die Restrukturierungen beginnen zu greifen. Trotzdem sanken die Zinsen entgegen dem weltweiten Trend im Zuge des Kampfes der SNB gegen die Aufwertung des CHF. Sollte ein Krieg oder ein Vertrauensverlust im Finanzsystem Tatsache werden, dürfte ein offizielles Anbinden des CHF zum EUR wieder zur Debatte stehen.

Wir empfehlen EUR Obligationen mit Renditen von >5% und einer Duration von 4-6 Jahren, sowie ein Portfolio von CHF Unternehmensanleihen mit ca. 3-4 jähriger Duration und Renditen von min. 4%.

WÄHRUNGEN

Nichts Neues – überteuerter USD, zu tiefer EUR, volatiler JPY und zu wichtiger CHF.

Der USD scheint gegenüber dem EUR ein Top zu bilden. Diese Entwicklung geht jedoch sehr langsam. Zu schwach ist Europa, zu gering das Vertrauen in die neue Währung, zu diffus die Aussichten. Mit der anhaltenden Börsenbaisse und der weniger rosigen nachhaltigen Gewinnaussichten der US Unternehmen, wird aber der Geldzufluss aus Europa in die USA abnehmen, mit entsprechender Korrektur der Währungsparität. Wenn das laufend stabiler werdende Osteuropa nicht mehr als Gefahr für den Wohlstand Westeuropas, sondern als Wachstumsmarkt mit stabilem Umfeld erkannt wird, könnte Europa sogar solide Realisten positiv überraschen.

Wir gehen dieses Jahr von einem schwächer werdenden USD aus und erwarten den CHF im Vergleich zum EUR

in einer Bandbreite von 1.45-1.52 (exogene Schocks ausgeschlossen). Daraus leitet sich für CHF basierte Anleger eine minimale USD, normale EUR-Gewichtung und ein Übergewicht im CHF ab.

AKTIENMÄRKTE

Zu hohe Bewertungen limitieren das Potenzial trotz positiver technischer Faktoren. Unspektakulärer Seitwärtstrend und versteckte Hausse der Werttitel und Nebenwerte.

Die Aktienmärkte sind am oberen Ende des von uns erwarteten Seitwärtstrends. Das erste Quartal hat insbesondere unsere Wertaktien und Nebenwerte ausgezeichnet aussehen lassen. Diese, aufgrund der geringen Marktkapitalisierung, versteckte Hausse dürfte weitergehen. Wir nehmen die Konsequenz aus unserer Seitwärtserwartung ernst: Timing und Selektion sind zunehmend wichtig. Deshalb implementieren wir eine Seitwärtsstrategie, bei welcher wir bei bestimmten Limiten die Hälfte der Positionen verkaufen, mit dem Ziel sie rund 10-15% tiefer wieder zuzukaufen. Diese Strategie erfordert Geduld und Disziplin. Zusätzlich braucht es den Willen, keine Angst vor dem allfälligen «Nichtdabeisein» zu haben.

Die US Märkte sind fundamental noch immer rund 30% zu hoch. Die extreme Liquidität in Geldmarktfonds (USD 2'400 Mrd = 23% des US GDP), zusammen mit der negativen USD Realverzinsung, sind starke technische Unterstützungs-Argumente für einen überteuerten Markt.

Die weltweite Unterallokation in Japan ist ein Kaufargument. Wir bleiben geduldig und mit kapitalgeschützten Instrumenten investiert.

ANLAGEPOLITIK

2. TRIMESTER 2002

BASIS	CH	EU (D)	UK	USA	J
Kaufkraftparitäten USD					
Ned Davis Research	1,42	1,10	1,61	1,00	110
Konjunktur (BIP)					
heute	1,0%	1,1%	1,9%	1,8%	-1,3%
6 Monate	↗	→	↗	↗	↗
3 Jahre	↗	↗	↗	→	↑
Inflation					
heute	0,7%	1,9%	1,9%	1,5%	-1,2%
6 Monate	→	→	→	↗	↗
3 Jahre	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	1,0%
Aktienmarkt					
Kurs/Umsatz	1,5	0,6	1,5	1,6	1,0
Dividendenrendite	1,1	2,4	3,0	1,4	0,8
Kurs/Buchwert	2,8	1,8	2,1	3,3	2,0
Kurs/Gewinnverhältnis 2002	19	27	25	22	n.a.
Gewinnerwartung 2002	↗	↗	↗	↗	↗

PROGNOSEN	CH	EU (D)	UK	USA	J
Geldmarkt (3 Monate)					
heute	1,6%	3,3%	4,2%	1,9%	0,0%
6 Monate	→	→	→	↑	→
Kapitalmarkt (10 Jahre)					
heute	3,7%	5,2%	5,3%	5,4%	1,4%
6 Monate	→	→	→	→	→
3 Jahre	→	→	→	↗	↑
Währungen					
heute		1,47	2,38	1,65	1,26
6 Monate		→	↘	↘	↘
3 Jahre		→	↘	↓	↓
Aktienmarkt					
heute	6.660	5.250	5.220	1.120	11.500
6 Monate	→	→	→	↘	→
3 Jahre	→	→	→	→	↗
Immobilienmarkt	↗	↗	→	↘	n.a.

Legende: ↑ = sehr positiv

→ = neutral

↓ = sehr negativ

Stichtag: 19. 04. 2002

AKTIENEMPFEHLUNGEN

MAI 2002

	BRANCHE	WELT-TITEL	ERGÄNZUNGS-WERTE	SPEKULATIV	VERKAUFEN
BASISINDUSTRIE	Chemie		DSM Clariant Kemira M-Real		BASF
	Basisressourcen	Anglo American			Pechiney
ZYKLISCHER KONSUM	Auto	VW Vorzüge Daimler Chrysler	Michelin		
	Detailhandel		Charles Voegele	Fed Dep Store	
	Medien		Tamedia	Wolters	
NICHTZYKL. KONSUM	Nahrungsmittel	Philip Morris	Parmalat Südzucker		
	Diverse	BIC	Kali+Salz Emmi (Wandel)		Surveillance
ENERGIE	Energie	TotalFinaElf Royal Dutch	ENI Repsol	Lukoil Transocean Gazprom	
	Versorgung		Endesa CKW		
FINANZEN	Banken	ING	LUKB SGKB	Commerzbank	
	Versicherungen	AXA Swiss Re Zurich	Baloise	Swisslife	
	Finanz-Dienstl.				
GESUNDHEIT	Pharma	Novartis Schering-Plough Roche	Bayer	Bristol-Myers Squibb	
	Biotech			RIM CC Bioscience Myriad	
INDUSTRIE	Bau	Holcim	Hunter Douglas Pilkington Dyckerhoff VZ Schindler		
	Güter und DL			Stork Sulzer	MAN VZ Linde
TECHNOLOGIE	Hardware	Philips Siemens Compaq	BB Medtech	Xerox	
	Software			Computer Assoc.	
TELEKOM	Telekom			ATT Worldcom	Swisscom
	Ausrüster	Alcatel		Nortel Motorola	
ZERTIFIKATE/FONDUS	Index	DAX Japan Domestic	MDAX		
	Stil		Pilatus	Bottom Fishing	

ANLAGESTRATEGIE

2. TRIMESTER 2002

VORSORGE

Währungen

- EUR normal gewichten
- USD auf Minimum
- 0 - 5% AUD

Kategorien

- Laufzeiten CHF 3 Jahre
- Laufzeiten EUR 5 Jahre
- bis 5% Immobilienaktien
- bis 5% Dividendentitel

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

ERNTE / ERBSCHAFT

Währungen

- EUR normal gewichten
- USD auf Minimum
- 0-5% AUD

Kategorien

- CHF Unternehmensanleihen mit Renditen >4% und Duration von ca. 3 Jahren
- EUR Anleihen mit Laufzeiten von 5 Jahren und Renditen von ca. 5%
- Dividendentitel halten
- Nebenwerte CH und D erhöhen
- Wert Aktien Europa mit Seitwärtsmarkt-Strategie mit Verkauf von 50% und Zukauf von 50% bewirtschaften
- 5-10% Baisse Strategie S&P 500 (kapitalgeschützt mit Groi)
- 5-10% Japan Hausse Strategie (kapitalgeschützt)
- bis 5% Bottom Fishing Strategie

- 10-20% Alternativanlagen
- 5-10% Immobilienaktien CH
- bis 5% Private Equity Instrumente

SPORT

Währungen

- Short USD/EUR
- Short JPY/EUR

Kategorien

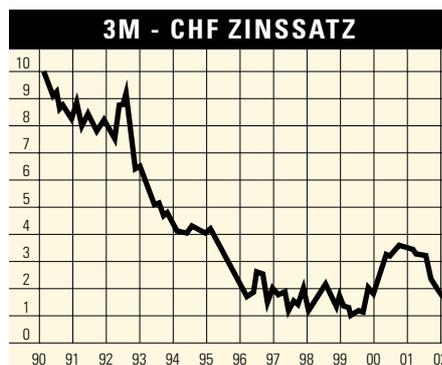
- Long Europa (MDAX/Nebenwerte)
- Bottom Fishing Strategie
- Nikkei/Topix long
- S&P short (Bear Collar)
- 30-50% Alternativanlagen
- bis 10% High Yield Anlagen
- bis 10% Private Equity

HYPOTHEKARZINSEN LANGE ANBINDEN? VIEL DUNST IN DEN ZINSPROGNOSEN

Die Zinswende scheint da zu sein. Das zumindest ist das Fazit der meisten Fachleute auf die positiveren Wirtschaftsmeldungen. Damit stellt sich die Frage über die günstigste Finanzierung der Immobilien. Soll man den Hypozins fest anbinden, um nicht vom Zinsanstieg überrascht zu werden? Variable Hypotheken werden immer weniger

nachgefragt. Die Zinssätze sind im Vergleich zu am Geldmarkt finanzierten kurzfristigen Roll-over und Fest-Hypotheken wenig attraktiv.

In Europa sehen wir ein stabiles Zinsumfeld. Das Inflationspotenzial in Europa und der Druck auf höhere Zinsen erscheint uns, verglichen mit den USA, nach wie vor als klein (geringeres Geldmengenwachstum, stagnierende Realwirtschaft). In der Schweiz ist der Kampf gegen die CHF-Aufwertung in vollem Gange. Die kurzfristigen Zinsen dürften während dieser Zeit weiterhin tief bleiben. Deshalb erachten wir die kurzfristige Finanzierung im CHF, zur Zeit 2.6%, noch immer als ratsam. Natürlich ist die kurz-



fristige Finanzierung aggressiver als Festhypotheken. Deshalb muss im Einzelfall, je nach Risikoappetit, eine Mischstrategie verfolgt werden.



Cornelia Wyrsch

ÜBERBLICK HYPOTHEKARSÄTZE

	Variabel	3 J.fest	5 J.fest
Migros	3.75	4.125	4.50
CS	4.25	4.15	4.45
KB	4.0	4.25	4.55
Raiffeisen	4.0	4.25	4.625
UBS	n.a.	4.25	4.60
Coop	4.0	4.375	4.75