

An unsere Leser

Dieses Bulletin erscheint in Zeiten grösster weltpolitischer Turbulenzen. Dies bringt mit sich, dass Entwicklungen möglicherweise zu spät oder nur ungenügend erkannt werden können. Vorderhand nichts zu schreiben, wäre in dieser Situation bedeutend einfacher. Wir legen aber Wert darauf, unseren Kunden und Geschäftsfreunden gerade in schwierigen Zeiten Denkanstösse zu vermitteln, auf die Gefahr hin, im einen oder andern Fall von den Ereignissen überholt zu werden. Die längerfristigen Tendenzen sind aber für eine fundierte Wirtschaftsanalyse ohnehin bedeutender, weshalb wir die Herausgabe dieser " -Börse" als notwendig erachten.

1. Die grossen Unsicherheitsfaktoren

Das vergangene Jahr und auch der Beginn dieses Jahres haben uns mit einem ungewöhnlich hohen Mass an militärischer, politischer und wirtschaftlicher Unsicherheit konfrontiert. Es scheint, dass einige dieser Unsicherheiten zur Zeit klarere Konturen erkennen lassen. Im wesentlichen handelte es sich um drei schwer abschätzbare und für die weitere Entwicklung weltweit relevante Probleme: den Golfkonflikt, die verworrene Lage in der Sowjetunion und, vielleicht etwas weniger im Vordergrund, die Unwägbarkeiten über den Ausgang internationaler Intergrationsverhandlungen (EG, GATT).

Seit dem vergangenen Donnerstagmorgen hat sich die Situation in bezug auf das erste dieser drei Elemente etwas geklärt. Die alliierten Streitkräfte unter Leitung der USA konnten einen grösseren Teil der gefürchteten irakischen Raketenbasen relativ rasch und wirksam ausschalten und die Luftüberlegenheit weitestgehend erringen. Damit wurde dem Golfkonflikt das überregionale Gefahrenpotential genommen. Der immer wieder angedrohte Schlag mit C- oder anderen Massenvernichtungsmitteln gegen Israel hätte ja eine unkontrollierbare Weiterung der Auseinandersetzung ergeben, und vor allem wären die Spannungen in verschiedenen arabischen Ländern bis zur Explosivität hin gestiegen. Zudem gelang es dem Irak auch nicht, die Erdölversorgung durch Angriffe auf Erdölraffinerien in Saudi-Arabien und den arabischen Emiraten zu behindern oder zu unterbrechen. Dass ein Krieg mit einem dermassen bewaffneten und kampftentschlossenen Gegner hart sein und auch auf alliierter Seite Opfer fordern wird, dürfte jedem gut informierten Beobachter von Anfang an klar gewesen sein. Das lediglich am Tagesgeschehen orien-

tierte Medienbild trägt deshalb sowohl in positiver wie in negativer Hinsicht.

Wie immer der Konflikt am Boden weitergehen wird, einiges ist jetzt klarer geworden: Erstens wird der Irak für die nächsten Jahre kein Faktor von Gewicht im mittleren Osten mehr sein. Wer allerdings das dort entstehende Vakuum füllen wird, bleibt ungewiss und wird damit zu einem neuen Unsicherheitsfaktor. Zweitens hat die PLO auf die falsche Karte gesetzt und dürfte politisch während längerer Zeit im Abseits stehen. Drittens haben die USA durch ihre militärische Zusammenarbeit mit arabischen Ländern an Handlungsfreiheit in bezug auf den arabisch-israelischen Konflikt eingebüsst und stehen unter einem entsprechenden Erwartungsdruck.

Darüber hinaus gibt es aber auch einige weltweit wirksame Folgen. Erstens: Die internationale Staatengemeinschaft hat sich im Golfkonflikt eigentlich zum ersten Mal als einigermaßen handlungsfähig erwiesen. Sowohl die Embargo-Massnahmen wie auch der bewaffnete Einsatz wurden durch die grosse Mehrzahl der Uno-Mitglieder unterstützt. Das alte Störpotential des Ostblocks ist weggefallen. Mit Waffengewalt erzwungene Territoriumsansprüche, grenzübergreifende Nationalitätenkonflikte oder auch nur einfache Raubzüge ins Nachbarland erhalten dadurch einen jetzt manifest gewordenen höheren Preis und werden deshalb unwahrscheinlicher; die Welt wird, unabhängig vom Kriegsgeschehen im einzelnen, nach Irak sicherer sein. Zweitens: Es ist offensichtlich geworden, dass moderne Hochleistungswaffen mehr vermögen als Kriegstechniken im Stile des ersten Weltkrieges, bei denen stets grosse Menschenmassen die Hauptrolle spielten. Diese Tendenz in Richtung "sophisticated warfare" wird sich fortsetzen und zum einen den hochentwickelten Staaten Vorteile verschaffen. Zum andern werden sich weltweit Strukturänderungen bei den Streitkräften ergeben: weniger, aber besseres Personal und mehr Hochleistungswaffen. Drittens: der Oelpreis dürfte mindestens für einige Zeit kein ernsthaftes Problem für die westliche Wirtschaft mehr werden.

Der zweite Unsicherheitsfaktor, die Sowjetunion, gibt jedoch nach wie vor grosse Rätsel auf. Es ist zurzeit nicht klar, wer in welchem Masse die Macht innehat. Ist es Gorbatschow, ist es das KGB, ist es das Militär? Es sieht nicht danach aus, als ob dieser Unsicherheitsfaktor so bald eine Klärung erfahren werde. Die "Kommandostrukturen" in der Sowjetunion sind verschlungen. Im Moment deuten viele Faktoren darauf hin, dass die alte Garde der früher Privilegierten, die Nomenklatura, im Kreml ein Comeback hält. Die katastrophale Wirtschaftslage und die schwelenden Nationalitätenkonflikte werden die nähere und fernere Zukunft schwer belasten. Rückfälle in das Vor-Glasnost-Fahrwasser werden die Belastungen mit Sicherheit erhöhen. Solange aber die Welt in einem ihrer grössten Länder mit einem stets noch dermassen gefährlichen Waffenpotential keinen verlässlichen Partner hat, solange werden auch schwere Schatten über verschiedenen anderen Entwicklungen stehen, namentlich im ehemaligen Ostblock.

Die verschiedenen weltweiten und regionalen Integrationsverhandlungen bilden einen weiteren wesentlichen Unsicherheitsfaktor mit beträchtlichem Störpotential. Die GATT-Verhandlungen schwanken zwischen der Erneuerung und Verbesserung der bestehenden Handelsverträge und einem offenen Handelskonflikt auf verschiedenen Ebenen zwischen Europa, den USA und Japan. Wieviel Protektionismus am Ende resultieren wird, ist völlig offen. Ähnliches gilt nüchtern betrachtet auch für die Weiterentwicklung der EG. Zwar sind die Konturen von EG 92 bereits deutlich sichtbar, aber es ist völlig unklar, welche tatsächlichen Folgen die Integration haben wird. Wird es zu einem Binnenboom kommen? Was wird das übrige Europa davon (ab-)bekommen? Wie wird sich die EG gegenüber den wirtschaftlich unterentwickelten osteuropäischen Ländern verhalten? Wie zentralistisch, wie föderalistisch werden die Entscheidungsstrukturen wirklich sein? Wird es eine europäische Notenbank geben? Wenn ja, wie unabhängig wird sie sein. Fragen über Fragen, und nur sehr wenige konkretisierende Daten.

2. Die sicheren Negativelemente

Die drei Unsicherheitsfaktoren sind nun aber, zumindest in wirtschaftlicher Hinsicht, von einigen ziemlich deutlich sichtbaren fundamentalen Elementen unterlegt, die Anlageentscheide wesentlich erleichtern. An erster Stelle steht dabei vor allem in den USA eine Auflösung übertriebener Schuldenpositionen ("Deleveraging"). Dahinter steckt eine gigantische Schuldenproblematik, die den ganzen Dollar-Bereich und mithin die Weltwirtschaft belastet. Dazu einige Zahlen: Die gesamte Verschuldung von Staat und Wirtschaft inklusive Finanzsektor der USA betrug 1990 rund 13 Billionen US Dollar. Diese müssen mit durchschnittlich rund 8 % verzinst werden, also mit rund 1 Billion Dollar pro Jahr. Dieser Zinszahlungen stehen einem Bruttosozialprodukt von rund 5 Billionen Dollars gegenüber, das nominell mit etwa 5 % wächst.

Zwischen Schuldendienst und Wirtschaftswachstum besteht somit eine Lücke. Sie wäre an sich nicht so tragisch, wenn davon ausgegangen werden könnte, dass mit den eingegangenen Schulden Investitionen zu später höherer Produktivität finanziert würden. Aber genau da liegt der springende Punkt: Die Verschuldung der USA wurde und wird stets noch zu einem grossen Teil für verbrauchsorientierte Zwecke und den Schuldendienst genutzt. Im Vordergrund steht dabei der amerikanische Staat. Die Treasury nahm 1990 rund 420 Milliarden Dollar neues Geld auf. In diesem Rahmen dürfte sich auch das wahre Ausmass des US-Budgetdefizits bewegen. Staatliche Tätigkeiten sind, sofern es sich nicht um infrastrukturelle Aufgaben oder die Sicherstellung der öffentlichen Ordnung handelt, per se nicht produktivitätsorientiert, im Gegenteil: sie erhöhen die Reibungsverluste einer Volkswirtschaft. Die Zunahme der US-Verschuldung führt deshalb mit Sicherheit nicht zu erhöhter Produktivität, sondern hinterlässt von Tag zu Tag ein schwerer belastetes System.

3. Die Krise des US-Finanzsystems ...

Zum Teil als Folge der ausgeprägten Liquiditätskrise im Dollarbereich, zum Teil infolge unglücklicher regulatorischer Strukturen, befindet sich das amerikanische Bankensystem in einer tiefen Krise. Die Börsenkapitalisierung der drei amerikanischen Banken Citicorp, Chase Manhattan und Chemical Bank zusammen entspricht noch gerade einem Drittel der Börsenkapitalisierung der Deutschen Bank. Das ist ein verlässlicher Gradmesser für die Meinung des Marktes über den tatsächlichen Wert der amerikanischen Bankbilanzen! Es sind dabei nicht in erster Linie die Schulden von Drittweltländern, die zu Abschreibungen zwingen, sondern der markante Preiserückgang im Immobilienmarkt. Grundpfandgesicherte, sogenannte "risikoarme" Ausleihungen sind zu den Problempositionen erster Güte geworden. Und es sieht nicht danach aus, als ob sich im Immobilienmarkt der USA demnächst eine Verbesserung der Preissituation ergäbe. Die Leerstände für Geschäftshäuser liegen momentan bei etwa 19 %.

Kommt dazu, dass sich die finanzielle Situation der amerikanischen Wirtschaft ganz allgemein verschlechtert hat. Standard and Poor's stufte 1990 ganze 189 Gesellschaften in ihrer Bonität als besser ein, für 768 Gesellschaften wurde ein tieferes Rating verfügt. Davon waren 411 Gesellschaften "financial institutions", also Banken, Brokerhäuser usw. Wurde früher der Grossteil der bedeutenden US-Banken in der höchsten Bonitätsstufe ("AAA") eingereiht, ist es heute gerade noch ein Haus, J.P. Morgan. Die staatlich verordneten Auffangnetze, ohnehin gefährliche Konstrukte, da sie die Bankmanager zu Sorglosigkeit verleiten und somit das Bankensystem als Ganzes unsicherer machen, haben nur sehr beschränkte Handlungsfähigkeit - aus finanziellen Gründen. Man kann es drehen und wenden wie man will: Im amerikanischen Finanzwesen steht eine tiefgehende Strukturbereinigung bevor, und diese wird mit Sicherheit nicht ohne gewaltige Abschreibungen bei den verschiedensten Gläubigern über die Bühne gehen. Und am Ende werden auch die Zahl der Marktteilnehmer und ihre Namen anders sein.

Aehnliche Entwicklungen sind zurzeit auch in Japan zu beobachten. Die dortigen (zum Teil riesigen) Banken leiden unter Margendruck, ohne dies mit Kommissionseinnahmen kompensieren zu können. Wegen der geringen Eigenkapitalisierung sind zusätzliche Belastungen der Gewinn- und Verlustrechnungen zu erwarten; es müssen vermehrt Rückstellungen gemacht werden.

4. ... und ihre Konsequenzen bei einer Rezession

Die Implikationen für die Weltwirtschaft dürfen nicht unterschätzt werden. Der amerikanische Finanzplatz ist einer der Angelpunkte der Weltwirtschaft, und wenn dort Strukturveränderungen grösseren Ausmasses im Gange sind, dann wird das die Weltwirtschaft ebenfalls betreffen. Praktisch weltweit sind Rezessionssignale festzustellen: sehr deutlich in Skandinavien und in Grossbritannien, etwas weniger markant in den übrigen europäischen Ländern, stärker als allgemein erwartet in den USA. Der gesamte Ostblock befindet sich in einer tiefen Depression. Wir erwarten, dass die kommende Wirtschaftsabschwächung ausgeprägter sein wird als

allgemein angenommen, da das weltweite Finanzsystem aus den genannten strukturellen Gründen über zu wenig Liquidität verfügt, um die Wirtschaft vermehrt zu versorgen. Selbstverständlich könnten die weltpolitischen Entwicklungen verschärfende oder beruhigende Wirkung zeitigen - beispielsweise ein für längere Zeit tiefer Ölpreis -, die Rezession wird aber nicht zu umgehen sein.

5. Schwächere Konjunktur in der Schweiz

Waren bis vor einigen Monaten nur wenige Wirtschaftsfachleute der Ansicht, die Schweizer Wirtschaft gehe einer Abschwächung entgegen, so verdichten sich nun die Anzeichen dafür und damit wird der Konsens der Prognostiker auch eindeutiger. Die Kapazitätsauslastung der Industrie ist seit den ersten Monaten des letzten Jahres rückläufig. Der Stellenindex überschritt seinen Zenith im August 90, die Autoverkäufe sind seit etwa 9 Monaten rückläufig. Die sogenannte Konsumentenstimmung erlebte durch den Golfkonflikt eine sehr deutliche Dämpfung.

Die Geldpolitik der Nationalbank ist angesichts der noch hohen Inflationsrate und aus Währungsgründen unverändert restriktiv. Die Zinssätze sind denn auch, sowohl im kurzfristigen wie im langfristigen Bereich, auf hohem Niveau stabil geblieben. Vorderhand zeichnet sich keine Aenderung im Kurs der SNB ab.

Der weitere Verlauf des Golfkonflikts wird den Gang der Dinge auch in der Schweiz beeinflussen, wobei wir nicht glauben, dass die rezessive Grundtendenz Aenderungen erfahren wird.

6. Sondersituation in Deutschland

Das wiedervereinte Deutschland befindet sich in einer Ausnahmesituation. Der Konjunkturverlauf ist bis heute gut, die Wirtschaft steht stark und gesund da. Die Teuerungsrate ist bemerkenswert tief (2,8 %). Der immense Kapitalbedarf für die Sanierung der ehemaligen DDR-Länder und für die "Reparationszahlungen" an die Sowjetunion hält das Zinsniveau hoch, und er wird die deutsche Wirtschaft mit Sicherheit noch in diesem Jahr zu belasten beginnen. Zudem wird sich auch die bundesdeutsche Wirtschaft längerfristig den weltwirtschaftlichen Tendenzen nicht entziehen können.

Ueber der Bundesrepublik Deutschland hängt, ob man es wahr haben will oder nicht, nach wie vor das Damoklesschwert Sowjetunion als Unsicherheitsfaktor. Wir befürchten, dass stets wieder neue politische Ernüchterungen das zweite deutsche Wirtschaftswunder belasten werden. Wir halten unsere Anlagen in DM in einer Grössenordnung von 20 bis 30 %.

7. Zinsprognose

Der Spielraum der Notenbanken, namentlich des amerikanischen Fed, ist in dieser schwierigen Situation gering. Die Zinsen im US-\$-Bereich sind bereits tief, und es ist offensichtlich, dass weitere Zinssenkungen nur wenig Einfluss auf die Investitionsfreudigkeit der amerikanischen Wirtschaft hätten. Die gegenwärtige Liquiditätskrise ist nicht vorwiegend geldmengen-, sondern strukturell bedingt. Dass aber eine Wirtschaftsabschwächung einen Rückgang des Zinsniveaus zur

Folge haben wird, ist dennoch eindeutig. Er könnte, auch im SFr.-Bereich, abrupter eintreten als allgemein angenommen. Langfristige Obligationenanlagen haben deshalb ein ausgesprochenes Kursgewinnpotential.

8. Aktienanlagen?

Im Aktienbereich gehen wir davon aus, dass ein erfolgreicher Verlauf des Golfkonflikts eine bis zu einigen Wochen dauernde Erholungsphase mit Gewinnen zwischen 10 und 20 % zur Folge haben wird. An der fundamental negativen Beurteilung als Konsequenz unseres Rezessionsszenarios halten wir jedoch fest. Wir empfehlen deshalb, die laufende Erholung mitzumachen, je nach Risikoneigung sogar ein wenig darin zu investieren, bei Gewinnen über 10 % aber den Aktienmarkt zu verlassen und die Mittel darnach im sichereren Obligationenmarkt oder vorderhand auch in Festgeldern anzulegen. Im Schweizermarkt sind die zu solchen Operationen geeigneten Instrumente praktisch nur die permanent gehandelten Titel. Nur dort ist in Situationen, in denen die Marktperformance eine grössere Rolle spielt als der Erfolg der einzelnen Firmen, genügend Liquidität vorhanden.

9. Währungsmix

Bei den Währungen besteht kein ausgesprochener Handlungsbedarf. An sich wäre es aufgrund der Zinsrelationen vertretbar, das SFr.-Engagement beispielsweise zugunsten der Deutschen Mark abzubauen. Im SFr. liegt das Zinsniveau im kurzfristigen Bereich bei etwa 8 1/4 %, in der DM rund 1 % höher. Es muss aber berücksichtigt werden, dass der Unsicherheitsfaktor Sowjetunion die DM immer wieder latent oder offen belastet und den SFr. eben doch zu einer sichereren Valuta macht. Von grösseren Dollar-Engagements raten wir eher ab, dies trotz der weltpolitischen Verunsicherung. Die Zinsen im US-\$ sind zu wenig attraktiv. Gold bleibt für uns die Versicherung für unvorhersehbare Abstürze.

10. Anlagepolitik

Unsere Anlagepolitik berücksichtigt einerseits die sich ständig verändernden Verhältnisse in bezug auf den grossen Unsicherheitsfaktor Golfkonflikt, schliesst die Gefahrenpotentiale Sowjetunion und die Unwägbarkeiten der Neuformulierung der internationalen Handelsabkommen ein und richtet sich andererseits auf eine längerfristig zu erwartende deutliche Rezession aus. Die Aktienengagements sind deshalb im Sinne einer Chancenwahrnehmung für Gewinnrealisationen zu verstehen.

Nach Anlagekategorien				nach Währungen			
Aktien	Schweiz	0	- 15 %	SFr.	60	- 70 %	
	Europa	0	- 5 %	DM-Block	20	- 30 %	
	USA, Japan	0	- 5 %	US-\$, Yen		10 %	
Total Aktien		10	- 20 %				
Obligationen		40	- 70 %				
Edelmetalle und Goldminentitel		5	- 10 %				
Liquidität		30	- 40 %				

11. Geld- und Kapitalmarkt

Die untenstehenden Ausführungen dienen nur der Information; sie stellen keine Kaufs- oder Verkaufsempfehlungen dar.

SFr.-Obligationen

Inländische Schuldner

Val.Nr.				Kurs	Rendite
102.300	4	% Ciba-Geigy	1979-92	95.00 %	7.23 %
100.041	2	% Bär Holding (Wandel)	1988-93	87.50 %	7.57 %
022.456	7 1/2	% Stadt Zürich	1990-94	101.00 %	7.19 %
103.290	2 1/2	% Danzas (Wandel)	1989-96	79.25 %	7.62 %
124.659	4 1/4	% Winterthur Vers. ex	1990-98	84.50 %	6.96 %
120.978	3 1/2	% B B C ex	1987-99	78.00 %	7.03 %
028.343	7 3/8	% Raiffeisenbank	1990-2000	100.00 %	7.37 %
026.264	7 1/4	% Thurg. Kantonalbank	1991-2001	100.50 %	7.18 %

Ausländische Schuldner (verrechnungssteuerfrei)

760.146	6 1/2	% Elect. Power (Gar. Japan)	1982-92	98.25 %	7.64 %
535.856	7 1/2	% Aegon	1991-96	101.00 %	7.25 %
533.676	5 3/4	% Allianz Finance ex	1989-96	94.50 %	7.02 %
638.723	5	% Australien	1986-98	86.75 %	7.28 %
423.745	7 1/4	% Asfinag (Gar. Oester.)	1990-2000	101.50 %	7.01 %
669.367	7 3/8	% Ontario Hydro	1991-2001	101.25 %	7.19 %

Obligationen auf fremde Währungen (quellensteuerfrei)

DM

535.059	5	% Deutsche Finance ex	1987-93	92.55 %	9.34 %
291.574	9	% B R D Serie 93	1990-95	99.50 %	9.11 %
638.732	6 1/4	% Australien	1986-96	87.60 %	9.41 %
423.357	6 1/4	% Oesterreich	1988-98	86.00 %	9.02 %
291.573	9	% B R D	1990-2000	100.70 %	8.88 %

Hfl.

534.055	5 1/2	% Algemene Bank Nederland	1988-92	96.00 %	9.64 %
533.638	6	% Niederlande	1988-95	88.85 %	9.30 %
535.331	9	% Niederlande	1990-2000	98.85 %	9.17 %

ECU

880.765	10 1/2	% A B B Finance	1990-92	101.12 %	9.77 %
479.315	10 1/2	% C N A (Gar. Frankreich)	1990-95	102.00 %	9.89 %
565.593	10 3/4	% Italien	1990-2000	104.00 %	10.05 %

US\$

882.053	9	% Kreditanst. Wiederaufb.	1990-94	102.90 %	8.03 %
661.615	10	% Canada	1985-95	107.50 %	8.05 %
477.489	9	% Electricité de France	1988-98	103.00 %	8.42 %

£

360.862	13 3/4	% British Telecom	1990-93	103.25 %	11.85 %
554.049	11	% Deutsche Bank Finance	1989-94	98.25 %	11.72 %

Mittelfristige Anlagen in SFr.

Terminhefte

(Anlagen mit fester Laufzeit, Änderungen jederzeit vorbehalten)

3 - 4 Jahre 7 3/4 % 5 Jahre 7 1/2 % 6 - 8 Jahre 7 1/4 %

Kassaobligationen

(auf Wunsch steht eine Liste der Konditionen verschiedener Banken zur Verfügung)

7 - 7 3/4 % je nach Institut und Laufzeit

Kurzfristige Anlagen

- Depositionenkonto 3 1/2 % für Wertschriftenverkehr
(Freigrenze für Barrückzüge Fr. 20'000.-- pro Monat)

- Festgeldsätze	3 Mt	6 Mt	12 Mt
SFr. Inland	8 1/8 %	8 1/8 %	8 %
SFr. Euro	8 1/4 %	8 1/4 %	8 1/8 %
DM	9 1/8 %	9 1/4 %	9 1/4 %
ECU	10 3/8 %	10 3/8 %	10 3/8 %
US\$	7 %	7 %	7 1/4 %

Diese Sätze sind unverbindlich, da sie täglich wechseln.

Alle Schweizerfranken-Anlagen im Inland unterliegen einer Verrechnungssteuer von 35 %, die auch von Ausländern im Rahmen der bestehenden Doppelbesteuerungsabkommen zurückgefordert werden kann.

Selbstverständlich kann dieses Bulletin nicht die persönliche Anlageberatung ersetzen. Für alle aktuellen Auskünfte und zur Besprechung Ihrer Anlageprobleme stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen