

1. Das grosse Aufatmen

Ganz gewiss wird 1991 nicht als ereignisloses Jahr in die Geschichte eingehen. Wie war doch der amerikanische Historiker im Unrecht, der noch vor Jahresfrist von einem "Ende der Geschichte" gesprochen hatte! Das Gegenteil ist der Fall. Noch bis Mitte Januar veranschlagten die Experten die alliierten Chancen gegenüber Irak skeptisch, sprachen von einem langen und für die westlichen Kräfte verlustreichen Konflikt. Antiamerikanische Volksaufstände von Yemen bis nach Marokko waren angesagt, Terroranschläge bis in die hintersten Winkel der Welt.

Und wenige Wochen später sieht die Welt anders aus. Die irakische Militärmacht ist besiegt, das Angriffspotential auf Jahre hinaus unschädlich gemacht, Kuwait kann wieder aufgebaut werden, panarabische Illusionen sind einstweilen wieder einmal zurückgedrängt, Amerika hat zum aussenpolitischen Erfolg zurückgefunden, der bisher eher farblos scheinende Präsident hat unerhörte Führungsqualitäten bewiesen, die Sowjetunion hat auch noch auf dem Gebiete der militärischen Rüstung erfahren müssen, dass sich in der Freiheit der westlichen Marktwirtschaft entwickeltes Material und Know-How den Erzeugnissen planwirtschaftlicher Beschränktheit als überlegen erweist.

Das weltpolitische Aufatmen hat wie erwartet auch auf die Finanzmärkte durchgeschlagen. Ein Hauptelement war dabei gewiss die "Entwarnung" bei den Erdölpreisen. Hohe Erdölpreise hätten zwingend eine globale konjunkturbremsende Wirkung gehabt; dieses Negativelement ist nun weggefallen. Dazu kommt natürlich auch die nun sehr viel positivere Einschätzung der Handlungsfähigkeit der westlichen Demokratien und der freien Gesellschafts- und Wirtschaftssysteme ganz allgemein.

2. Das Weitergehen des Alltags

Mit dem Ende des Golfkonflikts ist nun aber wiederum das Ende der Geschichte nicht erreicht. Es bleiben in der Golfregion und, damit verknüpft, im ganzen Mittleren Osten, noch viele und äusserst schwierig lösbare Problemkreise bestehen. Andere Krisenherde von globaler oder zumindest kontinentaler Bedeutung haben in der Zwischenzeit an klareren Konturen erst gewonnen. So erweist sich die innere Zerrüttung der Sowjetunion als schlimmer und immer folgenschwerer für die ganze Welt und namentlich für den europäischen Kontinent. Was bisher in den baltischen Republiken, in Armenien, Georgien, Moldawien usw. geschehen ist, wird wohl nur der Anfang eines langen und konfliktreichen Auflösungsprozesses gewesen sein. Die offensichtlichen Ambitionen der russischen Teilrepublik nach mehr oder nach gänzlicher Eigenständigkeit sind ein weiterer Schritt in diese Rich-

tung. Der Rückfall in stalinistische Verhaltensmuster in Jugoslawien zeigt die möglichen Abgründe in der Ueberwindung der kommunistischen Systeme deutlich auf.

Der Golfkonflikt hat in bezug auf die Beurteilung der Weltwirtschaft, zunächst in negativem, dann in positivem Sinne, die wesentlichen Grundtendenzen eine Weile lang überdeckt. Es ist nun, nachdem sich der Schlachtenstaub etwas gesenkt hat, nötig, eine Standortbestimmung vorzunehmen. Gewisse Elemente sind dabei deutlicher erkennbar als andere. Interessanterweise sind in dieser Situation die Meinungen der Wirtschaftsexperten relativ einheitlich, nämlich vorsichtig optimistisch. Zwar wird mittlerweile anerkannt, dass wir uns seit einigen Monaten am Anfang weltweiten wirtschaftlichen Abkühlung befinden. Die negative Wirtschaftsentwicklung ist als Rezession vorderhand vor allem in Nordamerika (USA und Kanada) und einzelnen nordeuropäischen Ländern (England und Schweden) spürbar. Es werden mehr oder minder starke Auswirkungen auf die übrigen Weltwirtschaftsregionen vorausgesagt.

3. An rosige Szenarien glauben alle gern

Die meisten Prognostiker gehen aber davon aus, dass sich das Blatt bald wieder zum Besseren wenden wird, gemäss dem üblichen Zyklennmuster, wonach eine rezessive Tendenz zu einer verminderten Kreditnachfrage und diese zu einer Lockerung der Geldpolitik der Notenbanken, mithin zu tieferen Zinsen und damit dann zu einer Ankurbelung der Wirtschaft führe. Im zweiten Semester dieses Jahres sei in den USA bereits wieder mit einer Konjunkturbelebung zu rechnen, 1992 weltweit mit einem positiven Realwachstum.

Ein weitgehender Konsens unter Prognostikern ist per se mit Skepsis entgegenzunehmen. Aehnliche Eintracht bestand nämlich auch vor Jahresfrist: Man verneinte die Möglichkeit einer Rezession, im extremsten Falle wurde von "Soft Landing" gesprochen. Die wirtschaftliche Abschwächung wurde nur von den wenigsten Experten als wahrscheinliches Szenario angenommen.

Es gibt sehr viele Elemente, in denen sich die früheren Zyklen von der heutigen Situation unterscheiden. So ist zunächst festzuhalten, dass sowohl 1974 wie auch 1982, den Jahren früherer Wirtschaftsabschwächungen, stets eine sehr hohe Inflationsrate, durch Geldmengenaufblähung und Erdölpreisstegungen bedingt, die Ausgangslage für die Rezession war. Das trifft für die momentane Situation nicht zu. Sodann waren die Zinsen sowohl 1974 wie 1982, namentlich in den USA, ausserordentlich hoch; die Wirtschaft wurde sozusagen "abgewürgt". Wie sieht es heute aus? Das Zinsniveau im Dollarbereich ist seit mehr als einem Jahr für langfristige Anlagen stabil (für erstklassige \$-Bonds zwischen 8 und 9 %) und für kurzfristige Anlagen stark rückläufig (der Zins für Dreimonatspapiere ging innerhalb Jahresfrist um 4 % auf etwa 6 % zurück). Es kann also keine Rede davon sein, dass in den USA hohe Zinsen die Wirtschaftsabschwächung hervorgerufen haben. Es müssen andere Gründe sein. Und umgekehrt ist deswegen auch unwahrscheinlich, dass weitere Zinssenkungen, soweit sie überhaupt noch möglich sind, die

Wirtschaft namhaft beleben würden. Die Zinssensitivität ist gering.

Es sind eben keine typisch zyklischen Gründe, die zur Rezession in den USA geführt haben, sondern vielmehr strukturelle. Das amerikanische Finanzsystem ist überschuldet. Der Staat als erstklassiger Schuldner verdrängt auf dem Geld- und Kapitalmarkt die privaten Emittenten, die nur durch höhere Zinssätze konkurrenzfähig bleiben können. Man nennt dies "crowding out". Der amerikanische Staat nahm 1990 total 469 Milliarden Dollar neues Geld auf. Das ist das wahre Defizit, nicht die ausgewiesenen rund 240 Milliarden! Die privaten Schuldner beteiligten sich nur mehr mit einem Bruchteil an dieser Geldaufnahme. Mit anderen Worten: Zinssätze hin oder her - die amerikanischen Unternehmen erhalten zu wenig Liquidität, es besteht ein "credit crunch". Natürlich hängt dieser auch zusammen mit den wenig komfortablen Verhältnissen, in denen sich die US-Banken befinden.

4. Notenbankpolitik ohne Wirkung?

Es ist eben so: Amerika leidet unter einer Fehlallokation der Ressourcen. Es wurden Schulden gemacht für nichtproduktive Dinge. Schulden sind nichts Böses an sich; keine Unternehmung auf der Welt, die nicht irgendetwas einmal einen Kredit benötigte. Aber wenn die Schulden nicht im Hinblick auf eine Produktivitätssteigerung eingegangen wurden, sondern für Konsumausgaben, hirnrissige Immobilienspekulationen u.ä.m., dann kann die Rechnung auf die Länge nicht aufgehen.

Die Formulierung und Durchführung einer für das Finanzsystem und die gesamte Wirtschaft bekömmlichen Notenbankpolitik ist in einer solchen Situation äusserst schwierig. Zunächst sind die Auswirkungen irgendwelcher Anstrengungen wegen der geringeren Zinssensitivität wenig oder nur langsam spürbar. Zu starke geldpolitische Lockerungsübungen werden von den Märkten nicht akzeptiert. So hatte die Leitzinssenkung des Fed im kurzfristigen Bereich keine Auswirkungen im längerfristigen Bond-Bereich. Das heisst, dass der langfristig kalkulierende Anleger eben keine tieferen Zinssätze akzeptiert. Für ihn sind Zinsen unter anderem auch eine Frage der Inflationserwartung. Stop-and-Go nach altem Muster wird nicht goutiert.

Wenn dies zutrifft, dann kommt es für die US-Wirtschaft eben nicht in erster Linie darauf an, was geldpolitisch in der nächsten Zeit alles getan wird, sondern wie sich die Aussichten auf strukturelle Verbesserungen gestalten. Das amerikanische Finanzsystem wird um den Anpassungsprozess der Entschuldung nicht herumkommen. Der Staat muss endlich sparen. Das wird das Szenario der Rezession sein, und nicht der vom einstimmigen Chor der Prognostiker angetönte baldige Aufschwung. Gewiss, der siegreiche Verlauf des Golfkonflikts hat durchaus positive Auswirkungen auf die amerikanische Industrie und das Vertrauenspotential in die USA gesteigert. Aber volle Auftragsbücher von Bechtel (internationales Bau-management), Caterpillar (Baumaschinen) und Martin Marietta (Flugabwehrsysteme) machen eben noch keinen Aufschwung aus.

Ohne Zweifel beeinflusst die nordamerikanische Wirtschaftssituation, zum Teil phasenverschoben, die globale Wirt-

schaftsentwicklung (Nordamerika erarbeitet ja immerhin 40 % des Welt-Bruttosozialprodukts). In den meisten europäischen Ländern, die Bundesrepublik Deutschland ausgenommen, stehen die Konjunkturindikatoren schon seit einigen Monaten auf negativ. Namentlich in den Bereichen Bauwirtschaft, Automobilindustrie und teilweise im Konsumgütersektor sind die Zeichen deutlich zu sehen. Die Industrie hat in den letzten Jahren hohe Kapazitäten aufgebaut, deren Ausnutzung bei langsamerem Wirtschaftsgang in Frage gestellt ist. Dies bewirkt natürlich eine Zurückhaltung bei den Investitionen. Ob das Wellental, wie der Expertenkonsens meint, so bald durchschritten sei, ist zumindest fraglich.

5. Zinsniveau bald tiefer?

An sich müsste sich in dieser Ausgangslage das Zinsniveau in den meisten europäischen Ländern reduzieren. Dass dies nur sehr zögernd geschieht, ist auf die Sondersituation in der Bundesrepublik Deutschland zurückzuführen. Die Wiedervereinigung hält mit dem immensen infrastrukturellen Nachholbedarf in der ehemaligen DDR das deutsche Wirtschaftswachstum hoch, und mit dem hohen Bedarf an Geldmitteln vorderhand auch das Zinsniveau im DM-Bereich. Offensichtlich kommen zudem nun auch die wahren Auswirkungen der Währungsunion zum Tragen. Sie entsprach nachträglich gesehen nicht einer auf realistischer Basis ausgeführten Uebernahme des DDR-Finanzsystems in den bundesdeutschen Kontext, sondern einer ziemlich extremen Subventionierung der DDR mit geldpolitischen Mitteln. Dass die Währungsunion in dieser Form möglicherweise einer politischen Notwendigkeit entsprochen hatte, steht auf einem andern Blatt und ist hier nicht zu beurteilen.

Jede Subventionierung hat strukturerhaltende Auswirkungen, und darin liegt die wahre Problematik der deutsch-deutschen Währungsunion. Die Anpassungsprozesse in Ostdeutschland gehen schleppend vor sich, der Aufwand an staatlichen Mitteln ist enorm, die Begehrlichkeiten werden immer lauter vorgetragen. Das Zinsniveau im DM-Bereich widerspiegelt die Skepsis der Anleger in bezug auf die problemlose Finanzierbarkeit der Wiedervereinigung. Auch wenn die Deutsche Bundesbank sehr deutlich einen Antiinflationkurs steuert - nur schon der Gedanke an die Möglichkeit der Inbetriebnahme der Notenpresse hält die langfristigen Zinsen hoch.

Die deutschen Zinsen wirken im europäischen Währungsverbund hemmend auf die konjunkturell an sich fällige Zinssenkungsrunde. Das heisst, das eigentliche Zinssignal müsste von der Bundesrepublik Deutschland aus kommen. Wenn die Notenbanken der anderen Länder, die Schweiz eingeschlossen, nicht namhafte Turbulenzen im Währungsbereich in Kauf nehmen wollen, dann müssen sie sich vorderhand an der Bundesbank orientieren. Und diese ist verständlicherweise noch auf restriktivem Kurs. So besteht im übrigen Europa also eine gewisse Gefahr des geldpolitischen "overkills", mit ein Grund, der uns wiederum zu einer vom Konsens abweichenden, weniger optimistischen Konjunkturerwartung bewogen hat.

Wir rechnen allerdings damit, dass das genannte Zinssignal von Deutschland wegen der auch dort (wenn auch verzögert)

eintretenden Wirtschaftsabschwächung im nächsten Halbjahr ausgehen wird. Mit einem Rückgang der kurzfristigen Zinssätze ist also allgemein zu rechnen; die Inversität der Zinsstruktur (langfristige Zinssätze tiefer als kurzfristige) wird ihr Ende finden. Obligationenanlagen mit längeren Laufzeiten sind deshalb in jedem Fall attraktiv, das Verlustrisiko eher gering.

6. Eigendynamische Börsen ...

Interessant ist in einer solchen Situation das Verhalten der Aktienbörsen, da einerseits natürlich die verdüsterten Konjunkturaussichten und damit verminderten Gewinnaussichten der Unternehmen nicht gerade für vermehrte Aktienengagements sprechen, andererseits aber die Attraktivität alternativer Anlageformen, insbesondere der Festgelder, abnehmen. Die Tatsache, dass an bestimmten Börsen verschiedene Aktien namhafter und gesunder Unternehmen immer noch auf einem Kursniveau wie vor 5 Jahren stehen, spricht unter diesen Vorzeichen für ein zwar vorsichtiges und gezieltes, aber dennoch weniger zurückhaltendes Engagement am Aktienmarkt als noch vor einem Jahr. Die voraussichtlich steigende Liquidität wird den Aktienmärkten ganz generell helfen; dabei werden diejenigen Titel und Branchen profitieren, die am wenigsten von negativen Elementen unter Druck gesetzt werden. In gewissem Sinne verhalten sich die Börsen also vom eigentlichen wirtschaftlichen Geschehen losgekoppelt, eigendynamisch. Die logische Verknüpfung des Investorenverhaltens zum realwirtschaftlichen Geschehen liegt lediglich in der Frage der alternativen Anlagemöglichkeiten und ihrer relativen Gewinnpotentiale.

7. ... mit unterschiedlichen Ausgangslagen

Es lohnt sich allerdings, die einzelnen Börsen genauer anzuschauen. Die Börsen der USA tendieren seit längerer Zeit positiv, und es ist schwierig, unter den grösseren Firmen Titel auszumachen, die nicht am oberen Rande der 52-Wochen-Kursskala anstehen. Unter diesen Umständen einzusteigen, ist wenig attraktiv. Bei den Nebenwerten allerdings findet man schon eher Kandidaten mit mehr Aufholpotential, allerdings ist dort das Risiko auch entsprechend höher.

Die Schweizer Börse tendiert seit Beginn des Golfkonfliktes positiv, wobei in den letzten Wochen eine Differenzierung zwischen Branchen Titeln stattgefunden hat. Interessant scheinen uns Werte, die historisch gesehen noch zu tiefen Preisen zu haben sind oder die besonders von einem etwas schwächeren Schweizerfranken profitieren. Unter ihnen favorisieren wir Surveillance, Ciba-Geigy, Sandoz, Nestlé, Alusuisse, Roche.

Die deutsche Börse tendiert, eben wegen des bislang positiven Wirtschaftsgangs in der BRD und der daraus resultierenden Liquiditätsanspannung, relativ an Ort. Unsere Positionen konzentrieren sich auf tiefbewertete Aktien wie Daimler, BASF, Bayer, BMW, Mannesmann. Die deutsche Börse dürfte noch eine Weile in der zurückhaltenden Gangart verweilen, bis das genannte Zinnsignal auch hier die Phantasien der Anleger beflügelt.

8. Währungsrelationen ohne wesentliche neue Impulse

m Währungssektor beobachteten wir in den letzten paar Wochen eine deutliche Erholung des US-Dollars gegenüber allen wichtigen Währungen. Dabei darf nicht vergessen werden, dass sich die amerikanische gegenüber den europäischen Währungen in den letzten fünf Jahren etwa halbiert hatte; eine Korrekturbewegung ist deshalb durchaus angemessen. Sicherlich hat der erfolgreiche Verlauf des Golfkonflikts dem Dollar einen zusätzlichen Impuls verliehen. Es wird den Amerikanern in nächster Zeit einfacher fallen, irgendwo auf der Welt aufzutreten und Verträge abzuschliessen zu können. Man glaubt wieder an die Leistungsfähigkeit der Yankees, salopp gesagt. Die enormen Schwierigkeiten im Ostblock und namentlich die unverkennbare Tendenz zu gewaltsamen Lösungen haben ohne Zweifel den Wert des Dollars als "safe haven"-Währung auferstehen lassen. Wir sind allerdings nicht der Ansicht, dass das Aufwärtspotential noch sehr hoch sei, da weder die gegenwärtige Inflationsrate der USA noch die Zinssituation noch irgendwelche Aussichten auf eine bessere Produktivität dafür sprechen.

Die europäischen Notenbanken kämpfen mehr oder weniger alle mit demselben Problem: Einerseits sind die Zinsen hoch und die Gefahr einer zu starken Wirtschaftsabschwächung gross, andererseits kann wegen der Sondersituation in Deutschland nicht ohne die Gefahr von Währungsverlusten einfach unabhängig eine lockerere Geldpolitik eingeführt werden. Solange diese Problematik weiterbesteht, ist das Währungsgefüge deshalb wohl auch recht stabil. Würden einzelne Notenbanken ausscheren, dann würde allerdings viel für die Deutsche Mark sprechen.

Wir empfehlen unseren Anlegern deshalb einen ausgeglichenen Währungsmix mit dem Hauptgewicht im Schweizerfranken und dem DM/ECU-Block sowie kleineren Positionen in US-\$, dem japanischen Yen und dem britischen Pfund.

9. Anlagepolitik von

geht von einer mittelfristigen Verminderung des Liquiditätsengpasses, jedoch auch einer markanteren Wirtschaftsabschwächung aus. Unser Anlage-schwergewicht liegt deshalb in längerlaufenden Obligationen. Im Aktienmarkt bauen wir vorsichtig, aber gezielt einige Positionen auf und achten dabei auf die historische Bewertung der Kurse. Gold ist für uns nach wie vor die letzte Versicherung gegen die Monetisierung anstehender wirtschaftlicher Strukturprobleme durch die Notenbanken.

Nach Anlagekategorien				nach Währungen			
Aktien	Schweiz	5	- 15 %	SFr.	55	- 70 %	
	Europa	5	- 15 %	DM-Block	25	- 30 %	
	USA, Japan	0	- 10 %	US-\$, Yen, £		15 %	
Total Aktien		10	- 30 %				
Obligationen		40	- 70 %				
Edelmetalle und Goldminentitel			5 %				
Liquidität		20	- 30 %				

10. 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
022.456	7 1/2	% Stadt Zürich	1990-94	102.25%	6.80%
107.351	4 1/4	% N O K	1983-95	91.75%	6.72%
103.290	2 1/2	% Danzas (Wandel)	1989-96	83.00%	6.71%
124.807	5	% S M H AG	1987-97	88.25%	7.26%
124.659	4 1/4	% Winterthur Vers. ex	1990-98	86.75%	6.58%
025.709	6 3/4	% Aarg. Kantonalbank	1991-2001	100.00%	6.75%
089.925	7 1/2	% Schweiz. Bankverein	1991-2003	103.00%	7.12%

Ausländische Schuldner (verrechnungssteuerfrei)

760.146	6 1/2	% Elect. Power (Gar. Japan)	1982-92	98.50%	7.58%
892.990	5 1/4	% Pacific Gas & Electric	1985-95	91.50%	7.50%
533.676	5 3/4	% Allianz Finance ex	1989-96	96.75%	6.51%
638.723	5	% Australien	1986-98	90.00%	6.72%
875.444	4 3/4	% Dow Chemical	1987-99	82.50%	7.76%
669.367	7 3/8	% Ontario Hydro	1991-2001	104.50%	6.73%
426.781	7 1/4	% OEKB ex (Gar. Oesterr.)	1990-2002	103.25%	6.82%

Obligationen auf fremde Währungen (quellensteuerfrei)

DM

535.059	5	% Deutsche Finance ex	1987-93	93.55%	9.09%
291.574	9	% B R D Serie 93	1990-95	101.50%	8.56%
638.732	6 1/4	% Australien	1986-96	90.30%	8.75%
423.357	6 1/4	% Oesterreich	1988-98	88.70%	8.49%
291.580	8 1/2	% B R D	1991-2001	100.30%	8.45%

Hfl.

534.055	5 1/2	% Algemene Bank Nederland	1988-92	97.00%	9.14%
533.638	6	% Niederlande	1988-95	90.80%	8.79%
535.331	9	% Niederlande	1990-2000	101.69%	8.72%

ECU

479.315	10 1/2	% C N A (Gar. Frankreich)	1990-95	104.75%	9.09%
798.219	10 5/8	% Neuseeland	1990-97	104.625%	9.61%
481.499	9 3/8	% S N C F	1991-2001	100.55%	9.28%

US\$

876.626	8 1/4 %	General Electric	1991-94	101.35 %	7.69 %
661.615	10 %	Canada	1985-95	106.50 %	8.24 %
706.918	8 1/4 %	Swiss Bank Finance	1991-96	100.50 %	8.12 %

£

360.862	13 3/4 %	British Telecom	1990-93	104.75 %	10.84 %
554.049	11 %	Deutsche Bank Finance	1989-94	101.00 %	10.57 %

Mittelfristige Anlagen in SFr.

Terminhefte

(Anlagen mit fester Laufzeit, Änderungen jederzeit vorbehalten)

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

Kassaobligationen

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

6 1/2 - 7 % je nach Institut und Laufzeit

Kurzfristige Anlagen

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

- Festgeldsätze	3 Mt	6 Mt	12 Mt
SFr. Inland	7 7/8 %	7 5/8 %	7 1/4 %
SFr. Euro	8 1/8 %	7 7/8 %	7 1/2 %
DM	8 5/8 %	8 3/4 %	8 3/4 %
ECU	9 %	9 %	9 %
US\$	6 %	6 1/8 %	6 5/8 %

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