

-----

### 1. Prognosen ohne Grundlagen?

Prognosestätigkeit setzt zweierlei voraus: Zum einen müssen aus der Vergangenheit *erkennbare Verhaltensmuster* verfügbar sein, aus denen mit einiger Wahrscheinlichkeit Rückschlüsse für künftige Entwicklungen gezogen werden können. Zum andern müssen die Verhaltensmuster früherer Entwicklungen aufgrund einer *konsistenten Theorie* erklärbar sein; Prognosen müssen logisch einwandfrei ableitbar sein. Alles andere ist Wahrsagerei auf gut Glück, deren Beliebtheitsgrad im grossen Publikum wenig über ihre tatsächliche Relevanz aussagt.

An sich fehlt es weder an Erkenntnissen über frühere Verhaltensmuster noch an theoretischen Modellen. Die Rezessionen und Aufschwünge der letzten drei Dezennien gehören wohl zu den beststudierten Objekten. Weshalb besteht dann dennoch so viel Unsicherheit in bezug auf die Beurteilung der heutigen Situation? Wir sehen dafür im wesentlichen zwei Gründe: Erstens ist ausserordentlich viel von *Wunschdenken* geprägt. Wer zur Verbesserung des Ergebnisses dringend wieder einmal auf einigermaßen akzeptable Einkünfte aus dem Wertschriftenhandel angewiesen wäre, der sieht für den Aktienmarkt möglicherweise mehr Chancen als andere; wer im Hinblick auf kommende Wahlen (USA!) nicht schon jetzt negative Punkte für seine Wirtschaftspolitik sammeln will, für den endet eine Rezession vorläufig noch früher ... Zweitens wird unseres Erachtens oft verkannt, dass nur dann frühere Verhaltensmuster gültig auf neue Problemstellungen angewandt werden können, wenn die wesentlichen Elemente der heutigen Situation überhaupt klar erkennbar sind. Was nützt alle Theorie, wenn sie auf *völlig diffuse Erscheinungen* appliziert wird? Das Resultat kann nicht weniger diffus sein.

Es gilt deshalb, die momentane Situation genau zu analysieren und *klar erkennbare Phänomene* von äusserst unscharf konturierten und unsicheren Elementen zu trennen. Wo wenig oder keine Klarheit in bezug auf die gegenwärtige Situation geschaffen werden kann, ist auch auf die Anwendung irgendwelcher noch so attraktiver Vorhersagemodelle zu verzichten. Wo hingegen die Tendenzen deutlich spürbar sind, da sind die richtigen Schlüsse zu ziehen. Wer vor der Frage steht, ob es sich bei der gegenwärtigen positiven Börsentendenz um das Ende eines alten Zyklus oder bereits um den Beginn einer neuen Hausse handelt, dem können solche eingehenderen Analysen nicht gleichgültig sein.

### 2. Eine Rezession wie früher?

Dass wir es momentan mit einem Wirtschaftsabschwung globalen Ausmasses zu tun haben, geben selbst jene Experten zu, die noch bis Ende letzten Jahres sogar für die USA ein "soft landing" vorausgesagt hatten. Der Golfkonflikt kam ihnen zur

Korrektur ihrer Prognosen gelegen. Heute wird mehrheitlich von einer kurzen, nicht sehr ausgeprägten Rezession gesprochen, die spätestens im zweiten Halbjahr 1991 vorüber sei. Der Wiederaufschwung werde von den USA ausgehen, die übrige Welt folge nach einer verzögert einsetzenden Abkühlung dann gegen Ende dieses Jahres der amerikanischen Konjunkturlokomotive.

Diese Vorstellung beruht genau auf der Anwendung geübter wirtschaftlicher Verhaltensmuster auf die heutige Situation. Frühere amerikanische Rezessionen dauerten im Durchschnitt 11 Monate. Ergo muss nach dem deutlich werdenden Abschwung im Herbst letzten Jahres noch 1991 der Aufschwung folgen. In früheren Rezessionen begann die amerikanische Notenbank nach etwa 2-3 Monaten, die Geldzügel markant zu lockern; daraufhin verspürte die Wirtschaft mit einer Verzögerung von etwa 6 Monaten einen deutlichen Aufwind. Und so soll es auch diesmal wieder gehen. Scheinbar logisch wird weitergefolgert, dass sich die europäische Wirtschaft, lediglich zeitverschoben, ähnlich leichtfüßig in die nächste Aufschwungphase gesellen werde.

Die Modelle *bestechen durch ihre Einfachheit*. Nur: Dem heutigen wirtschaftlichen Abschwung wohnen Elemente inne, die früheren Rezessionen fremd waren. Wir erachten es deshalb als *gefährlich*, mit so einfachen Modellen zu operieren. Einige Beispiele:

- Frühere Rezessionen begannen in den USA mit einem sehr *hohen Zinsniveau*. Kurzfristige Geldmarktanlagen rentierten bis 20 Prozent oder mehr. Die Wirtschaft litt unter den hohen Zinsen. Zinssatzsenkungen verschafften spürbar Luft. Die Situation sieht heute schon ein wenig anders aus. *Das Zinsniveau* ist mit knapp 6 % für kurzfristige Schatzpapiere und mit etwa 8,5 % für erstklassige Obligationen *tief*. Es fragt sich deshalb, welches Zinssenkungspotential noch vorhanden sein soll und welchen Einfluss Zinssenkungen auf die Wirtschaftstätigkeit überhaupt haben können.
- Die Rezessionen 1974/75 und 1980/81 waren von *externen Schocks* (Oelpreis) gekennzeichnet. Sie bewirkten eine Explosion von Kosten und Preisen und damit einen Rückgang der Gesamtnachfrage. Der ungewollte Lageraufbau führte zu einem Einbruch der Produktion und der Beschäftigung; die Realeinkommen der Haushalte und die Gewinne der Unternehmen erodierten. Von *externen Schocks* und einem übermäßigen Lageraufbau kann in der heutigen Situation *keine Rede* sein. Es müssen andere, interne (d.h. strukturelle) Gründe sein, die den wirtschaftlichen Krebsgang herbeiführen.
- Die Rezession von 1982/83 konnte durch *gewaltige Hoffnungen auf fiskalischer Seite* beendet werden. Im Rahmen der "Reaganomics" wurden Steuersenkungen zur Entlastung von Privaten und Unternehmungen angekündigt, begleitet von einer grosszügigen Geldversorgung, die zumindest anfänglich vor allem der Wirtschaft zugute kam. Im Verlaufe des Sommers 1982 fiel der Anteil von Steuern am verfügbaren persönlichen Einkommen kontinuierlich, seit Juli 1990 ist dieselbe Masszahl am Steigen, Steuererhöhungen sind unum-

gänglich. Wir stehen vor einem *rekordhohen Geldbedarf* des amerikanischen Staats. Das US-Schatzamt muss in den nächsten 9 Monaten rund \$ 260 Mia. neues Geld aufnehmen. Es ist nicht so einfach vorstellbar, wo da Raum für Impulse aus fiskalischer Richtung sein soll.

- Frühere Rezessionen endeten in einer Entlastung der Haushalte bei ihren Schulden für Konsumzwecke (consumer debts). Es wurde weniger konsumiert, und folglich wurden weniger Schulden eingegangen. Die *Sparrate stieg*. Jetzt *fällt* sie. Die heutige Verschuldung der US-Haushalte ist nicht nur ungleich höher, sondern sogar noch im Steigen begriffen. Dies zeigt auch schlaglichtartig das eigentliche Problem der US-Wirtschaft auf: die hohe Verschuldung, die keine wesentlichen Investitions- oder Konsumimpulse mehr zulässt.

### **3. ... oder eine tiefe Strukturkrise?**

Man kann es unseres Erachtens drehen und wenden wie man will: die früheren Zyklen sind mit der heutigen Wirtschaftssituation Amerikas nicht vergleichbar. Der Schlüssel für einen Ausweg aus der Rezession liegt nicht in erster Linie beim Fed, sondern bei den *politischen Instanzen*. Es geht diesmal nicht um hohe Inflationsraten, eine zuerst restriktive und nachfolgend grosszügige Geldversorgung. Vielmehr geht es um viel tiefergehende strukturelle Fragen.

Allen voran stellt sich selbstverständlich das Problem des überdimensionierten und ineffizienten Staatssektors mit seinem unglaublichen Geldhunger. Amerika muss einen Weg finden, seine Staatsausgaben zu straffen und die Politiker vom simplen Schuldenmachen abzubringen. Das Geschenkemachen auf Pump ist auf die Länge einfach untragbar.

Die Tendenz, *Risiken zu sozialisieren*, belastet das amerikanische System je länger je mehr. Auf die unglücklichen Auswirkungen der Einlagenversicherung der amerikanischen Sparbanken haben wir bei früheren Gelegenheiten schon hingewiesen. Heute sei als weiteres Beispiel beigefügt, dass etwa 40 % der amerikanischen Hypotheken staatsgarantiert sind. Man kann sich unschwer vorstellen, was bei einem Rückgang der verfügbaren privaten Einkommen bei gleichzeitig verschlechterten Marktverhältnissen im Immobiliensektor geschieht!

Es sind im wesentlichen ordnungspolitische Sünden, die die heutige Strukturkrise der USA ausmachen. So sehr wir immer wieder die Urkraft der amerikanischen Nation und ihrer Wirtschaft zur Bewältigung von Problemen bewundern - nun wird es einiges mehr brauchen, um den Glauben an eine nachhaltige Besserung zu wecken.

### **4. Europa: "normale" Rezession - mit einigen Besonderheiten**

Noch vor zwei Jahren beflügelte EG 92 die Phantasien, vor einem Jahr war es die Osteuphorie - heute ist der übertriebene Optimismus einer realistischeren Einschätzung gewichen. Europa befindet sich auf dem Weg in eine wirtschaftliche Abkühlung. Das Muster ist, im Gegensatz zu Amerika, sehr allerdings viel gewöhnlicher.

Im wesentlichen ist es die nach einer Phase starken Wachstums und teilweiser konjunktureller Ueberhitzung eingeleitete restriktive Geldpolitik, die den Rückgang der Wirtschaftstätigkeit bewirkt. Im Sinne einer konsistenten Antiinflationpolitik wird auf geldpolitische Stimulantien verzichtet.

In der Schweiz werden die *rezessiven Anzeichen* vom breiten Publikum erst sehr undeutlich wahrgenommen. Grund dafür ist der hiesige Indexautomatismus: Im Mietsektor, bei den Staatsbetrieben PTT und SBB, bei sehr vielen Löhnen wirken die geldpolitischen Massnahmen zuerst teuerungsbeschleunigend oder zumindest -verlängernd. Es ist jedoch nur noch eine Frage der Zeit, bis die negative Tendenz im verfügbaren Einkommen der Haushalte, im Bestellungseingang und im Geschäftsgang der Industrie, beim Stellenindex, in der Konsumentenstimmung usw. ins allgemeine Bewusstsein aufgenommen wird.

In den meisten europäischen Ländern ist ein ähnlicher Verlauf der Wirtschaftszahlen zu beobachten. Eine wichtige Ausnahme macht dabei natürlich Deutschland, das unter der Sondersituation Ostdeutschland eine recht positive Konjunktorentwicklung aufweist. Im Vordergrund stehen dabei die im Wiederaufbau involvierte Bauindustrie und der Investitionsgütersektor. Allerdings ist auch die *Bundesrepublik nicht von der Weltkonjunktur abgekoppelt*, die Abkühlung macht am Rhein nicht halt. Und die konsequent antiinflationäre Notenbankpolitik und die erwarteten Steuererhöhungen werden auch die deutsche Wirtschaft beeinflussen.

Unser Szenario für das nächste halbe Jahr sieht aus allen genannten Gründen weder einen flachen Verlauf der Rezession noch einen so baldigen Wiederaufschwung vor. Unsere Prognosen sind damit deutlich *zurückhaltender* als die Durchschnittsmeinung der Prognostiker oder auch des Marktes.

##### **5. Und als Konsequenz sinkende Zinsen?**

Für einen baldigen Zinsrückgang in Europa würde aufgrund des relativ typischen Rezessionsszenarios vieles sprechen, wäre nicht die Deutsche Bundesbank, die das Zinsniveau in der DM sowohl aus geldmengenpolitischen wie aus Währungsgründen hochhalten muss. Entsprechend gering ist der Spielraum der übrigen europäischen Notenbanken, ihre Zügel zu lockern; das Währungssystem liesse keine Alleingänge zu. Dieser Umstand birgt die Gefahr in sich, dass in einzelnen Ländern zu lange eine restriktive Geldpolitik eingehalten werden muss und deswegen der Wirtschaftsrückgang noch verschärft wird.

Mit anderen Worten ist es sehr heikel, den *Zeitpunkt des unumgänglichen Zinsrückgangs* auch nur einigermaßen zuverlässig vorzusagen. Die Situation der Bundesrepublik ist politisch wie auch wirtschaftlich derart neu, dass keine früheren Verhaltensmuster zur Anwendung gelangen können. Wir müssen uns darauf ausrichten, dass die Entspannung im Zinsbereich noch etwas auf sich warten lässt.

Wiederum ist bezüglich Zinsen auf die besonders problematische Situation in den USA hinzuweisen. Sie wird im Prinzip weniger von der Geldpolitik des Fed bestimmt denn durch die Vertrauenshaltung der Marktteilnehmer. So haben nämlich

weder der Bondmarkt (8,5 %) noch die Prime rate (8,5 %) und schon gar nicht der Zinssatz für Hypotheken und Kreditkartenkredite (18 %) auf die Senkung des Diskontsatzes reagiert. Die *monetäre Basis steigt* und steigt, die dem Wirtschaftssystem zur Verfügung stehende *Geldmenge (M2)* hingegen *bleibt zurück*. Auch dies ein Hinweis auf die unseres Erachtens sehr fragwürdige Ansicht, mit geldpolitischen Massnahmen allein könne ein Ausweg aus der Wirtschaftskrise der USA gefunden werden. Wir sind deshalb nach wie vor auch in bezug auf Anlagen im US-Bondmarkt zurückhaltend.

#### **6. Aktienbörsen: bad news are good news**

Dieser Satz, dass schlechte Nachrichten gute Nachrichten seien, stimmt, so paradox auch immer, zumindest für *Wall Street*. Der Dow Jones Index tendiert seit einiger Zeit um die 3000er-Marke herum, und regelmässig werden negative Meldungen über die Wirtschaft von der Aktienbörse positiv aufgenommen. So unlogisch ist das im Prinzip ja auch nicht, denn mit negativen Meldungen verbindet sich jeweils die Hoffnung auf weitere lockernde Schritte der Notenbank. Die Börsen haben nun den Beginn des nächsten Aufschwungs in der Erwartungshaltung der Investoren vorweggenommen. Nun sollten eigentlich noch die *Facts* eintreffen ...

Dass schlechte Nachrichten gute Nachrichten sind, dürfte über die nächste Zeit auch für die *europäischen Börsen* zutreffen; auch hier wird der Lockerungsbedarf die Phantasien beflügeln, einesteils branchenweise, weil einzelne Branchen von einem Zinsrückgang besonders profitieren könnten, andernteils, weil Zinsrückgänge die Aktienbörse als Alternativmedium zu anderen Anlagearten wie zum Beispiel Festgelder attraktiver werden lassen.

Die gegenwärtige Börsensituation ist also mehr eine Vorwegnahme geldpolitischer Erwartungen als eine fundierte Hoffnung auf künftig wieder verbesserte Unternehmensgewinne. Wir sind deshalb immer noch zurückhaltend im Aufbau von Positionen und halten den Aktienanteil bewusst relativ gering. Wir konzentrieren uns auf aussichtsreichere Branchen und Länder.

In der *Schweiz* favorisieren wir nach wie vor *zinssensitive Werte* sowie international tätige "Blue Chips". Unsere Anlageliste umfasst unter anderen Roche, Sandoz, Nestlé, SBG, Winterthur Versicherungen, Zürich Versicherungen, Surveillance.

In *Deutschland* halten wir uns vorderhand an die *wachstums- oder exportorientierten Werte* (DM-Schwäche) und vernachlässigen *zinssensitive Aktien* (hohe DM-Zinsen) eher. Unsere Anlageliste umfasst Bayer, BMW, Mannesmann, Hochtief (Bau), Thyssen, Deutsche Bank.

Die *US-Börsen* scheint uns nur in den *Nebenwerten* noch attraktiv. Es hat ein Favoritenwechsel von den Blue Chips und den Wechselkursgewinnern zu weniger bekannten Aktien stattgefunden. Für Engagements in den Nebenbörsen halten wir für interessierte Anleger eine Liste von möglichen Titeln bereit. Gesamthaft ist unser Interesse am amerikanischen Aktienmarkt aber gering. Die Risiken in den Nebenwerten sind alles andere als gering. So konnten wir kürzlich eine Unternehmung ausmachen, deren Börsenkapitalisierung \$ 130

Mio. beträgt, die verwertbare Substanz bei insgesamt 6 (sechs!) Angestellten knappe \$ 10'000.- .

### 7. Währungen als Komplikationsfaktoren

Offensichtlich verlaufen die Konjunktorentwicklungen zwischen den grossen Währungsblöcken nicht harmonisch, wie auch das letzte G7-Treffen deutlich vor Augen geführt hat. Die USA wären an einer globalen Stimulierung durch Zinssenkungen in allen wichtigen Ländern interessiert, da ihre eigene Geldpolitik ja allein nicht greifen kann. Die Deutsche Bundesbank scheut sich vor einer grosszügigeren Geldpolitik nach dem Gewaltakt der Währungsunion mit guten Gründen. Eine Inflationierung wäre so ziemlich das Letzte, was die Strukturprobleme in den alten DDR-Ländern zu lösen helfe.

Im Effekt müsste diese Konstellation (Zinsvorteil) zu einer starken D-Mark und einem schwächeren US-Dollar führen. Doch so eindimensional geht es in den Devisenmärkten eben nicht zu und her. Die amerikanische Valuta hat in den letzten Monaten von der markant verbesserten weltpolitischen Situation zugunsten der USA profitiert, und in gleichem Masse ist die DM wegen den Unwägbarkeiten in der Sowjetunion unter Druck geraten. Die bei den Landtagswahlen in Rheinland-Pfalz erstmals zutagegetretenen Grenzen bundesdeutscher Stabilität bewirkten eine weitere Abschwächung der deutschen Währung.

Eine Währungsprognose ist deshalb ausserordentlich heikel. Zinsdifferenzgründe würden eher für den Euroblock (DM, ECU, hfl, FF usw.) und gegen den Dollar sprechen, Sicherheitsaspekte eher für Anlagen in den USA. Wir empfehlen deshalb eine *ausgegliche Risikoverteilung* zwischen den Währungen, ohne in irgendeine Richtung spekulieren zu wollen.

### 8. Anlagepolitik

uns der allgemein aufgekommenen *Sorglosigkeit nicht anschliessen*; unsere Anlagepolitik bleibt deshalb nach wie vor relativ konservativ. Solange Festgelder und Obligationenanlagen dermassen gute und sichere Renditen versprechen und sich konjunkturseitig nicht eindeutig ein Aufschwung ankündigt, sehen wir nicht ein, weshalb das erhöhte Risiko des Aktienmarkts massiv eingegangen werden soll. Wenn schon, dann wählen wir anhand unserer Anlageliste, die sich auf uns besonders interessante Branchen konzentriert, mit Zurückhaltung aus und sind zufrieden, gelegentlich einen Gewinn mitzunehmen. Währungsmässig bleiben wir diversifiziert; Gold halten wir nach wie vor als Versicherung gegen mögliche Inflationierungstendenzen.

Nach Anlagekategorien					nach Währungen			
Aktien	Schweiz	5	- 15	%	SFr.	50	- 60	%
	Europa	5	- 15	%	Euro-Block	25	- 30	%
	USA, Japan	0	- 10	%	US-\$, Yen, £		15	%
Total Aktien		10	- 30	%				
Obligationen		40	- 70	%				
Edelmetalle und Goldminentitel			5	%				
Liquidität	20	-	30	%				

## 9. 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
048.755	4 1/2 %	Regionalbanken S.56	1986-94	93.50 %	6.94 %
107.351	4 1/4 %	N O K	1983-95	92.75 %	6.48 %
101.204	2 7/8 %	Hürlimann Holding ex	1987-96	82.50 %	6.82 %
106.773	4 1/2 %	Flughafen-Immobilien	1983-97	90.25 %	6.60 %
124.659	4 1/4 %	Winterthur Vers. ex	1990-98	86.75 %	6.61 %
016.440	4 1/4 %	Kt. Genf	1987-2002	83.25 %	6.43 %
089.925	7 1/2 %	SBV (nachrangig)	1991-2003	104.50 %	6.92 %

#### Ausländische Schuldner (verrechnungssteuerfrei)

760.146	6 1/2 %	Elect. Power (Gar.Japan)	1982-92	98.50 %	7.71 %
892.990	5 1/4 %	Pacific Gas & Electric	1985-95	91.50 %	7.55 %
533.676	5 3/4 %	Allianz Finance ex	1989-96	96.50 %	6.59 %
875.444	4 3/4 %	Dow Chemical	1987-99	85.00 %	7.31 %
669.367	7 3/8 %	Ontario Hydro	1991-2001	104.50 %	6.72 %
426.781	7 1/4 %	OEKB ex (Gar.Oesterr.)	1990-2002	104.25 %	6.69 %
880.342	6 %	Weltbank B	1985-2005	92.50 %	6.83 %

#### Obligationen auf fremde Währungen (quellensteuerfrei)

##### DM

535.059	5 %	Deutsche Finance ex	1987-93	93.90 %	9.14 %
291.574	9 %	B R D Serie 93	1990-95	101.44 %	8.59 %
638.732	6 1/4 %	Australien	1986-96	90.00 %	8.89 %
423.357	6 1/4 %	Oesterreich	1988-98	88.65 %	8.53 %
291.580	8 1/2 %	B R D	1991-2001	100.88 %	8.36 %

##### Hfl.

537.495	6 1/4 %	Philips NV	1988-93	95.75 %	9.07 %
533.638	6 %	Niederlande	1988-95	91.00 %	8.80 %
535.331	9 %	Niederlande	1990-2000	102.05 %	8.66 %

##### ECU

479.315	10 1/2 %	C N A (Gar. Frankreich)	1990-95	105.00 %	9.01 %
798.219	10 5/8 %	Neuseeland	1990-97	105.50 %	9.39 %
359.971	9 1/8 %	Grossbritannien	1991-2001	101.25 %	8.91 %

*US\$*

899.468	7 3/4 %	Toyota Motor	1991-94	100.25 %	7.65 %
872.205	8 1/4 %	Daimler	1991-96	100.10 %	8.22 %
896.402	3 1/2 %	Roche Holding ex	1991-2001	65.10 %	8.90 %

*£*

360.862	13 3/4 %	British Telecom	1990-93	104.75 %	10.54 %
554.049	11 %	Deutsche Bank Finance	1989-94	101.00 %	10.55 %

## Mittelfristige Anlagen in SFr.

*Terminhefte*

(Anlagen mit fester Laufzeit, Aenderungen 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 - 6 3/4 % je nach Institut und Laufzeit

## Kurzfristige Anlagen

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