

### **1. Der grosse Schock**

Der Machtwechsel in der UdSSR hat einmal mehr in aller Deutlichkeit die grosse Verletzlichkeit des Weltsicherheitsystems und auch der Weltwirtschaft vor Augen geführt. Das komplexe Gefüge internationaler Vernetzung, die ausgeklügelten Checks and Balances, funktionieren nur, wenn sich alle Teilnehmer in einer Bandbreite des Wohlverhaltens bewegen. "Stabilität" kann zu einer sehr theoretischen Grösse werden, wenn die Normalität durchbrochen wird.

Aus heutiger - gezwungenermassen vorläufiger - Sicht muss mit länger anhaltenden Turbulenzen in der UdSSR gerechnet werden. Die Welt wird damit in eine sehr unwillkommene Phase *neuer und hoher Unsicherheiten* gestürzt. Entsprechend muss sich auch der am Wirtschaftsgeschehen Interessierte auf eine Zeit hoher Nervosität, vieler Gerüchte und voller Abgründe einstellen.

### **2. Die grossen Linien**

In Zeiten hoher Unsicherheit tut man gut daran, sich um die grossen Linien zu bemühen. Dies gilt selbstverständlich ganz allgemein, im speziellen aber auch besonders für den Anleger. Es geht darum, die wesentlichen Elemente für die Entscheidungsfindung herauszuarbeiten und alle unwichtigen Details auf der Seite zu lassen. Der *Kommunikationsfluss* unterliegt vielen *Zufälligkeiten*; was heute wichtig erscheint, kann sich morgen als falsch oder als unwesentlich herausstellen. Aus dem gleichen Grund muss vor unüberlegter Panikmache und der sich auch immer wieder einstellenden Euphorie gewarnt werden.

Wir versuchen in der Folge, in drei uns wesentlich erscheinenden Bereichen einige wichtige Entwicklungsrichtungen herauszuarbeiten. Sowohl in *weltpolitischer Hinsicht*, in *gesellschafts- und ordnungspolitischen Fragen* wie auch im *wirtschaftlichen Umfeld* haben sich in letzter Zeit genügend Hinweise ergeben, die eine eingehendere Lagebeurteilung erlauben.

### **3. Von der (unbefriedigenden) Ordnung zur Unordnung**

Die Welt tut sich schwer, vom gewohnten bipolaren Blockdenken abzukommen. Das ist auch verständlich, denn schliesslich hat man sich ja während gut 40 Jahren darauf einstellen müssen. Es wird nun viel über die alleinige weltpolitische Vorherrschaft der USA gesprochen. Wir sind der Ansicht, dass solchen monopolen Modellen mit Vorsicht zu begegnen sei, denn sie stimmen trotz der immensen Schwierigkeiten in der Sowjetunion in keiner Weise. Das Potential an militärischer Hardware ist im Osten nach wie vor ungebrochen und, wie eben bewiesen, auch einsatzfähig.

Unseres Erachtens führt die Frage, ob die Sowjetunion noch ein "Block" im alten Sinne sei oder nicht und ob deshalb des bipolare Machtmodell noch Gültigkeit habe oder nicht, gerade nach den jüngsten Ereignissen an der wirklichen Problemstellung vorbei. Am Beispiel Jugoslawiens und jetzt auch der UdSSR können wir modellhaft erkennen, womit wir es in diesem Jahrzehnt zu tun haben werden: mit *auseinanderbrechenden staatlichen Strukturen*. Wir dürfen nicht vergessen, dass die meisten Landesgrenzen auf dieser Erde äusserst künstliche Gebilde sind, oft situativ zustandegekommen, zumeist ohne Kenntnisse des ethnografischen Unterbaus oder der geschichtlichen Grundlagen. Es wäre kaum übertrieben zu behaupten, dass weltweit mehr als die Hälfte der Staatsterritorien fragwürdige Gebilde sind. Jugoslawien - Slowenien, Kroatien; Rumänien - Moldawien; Sowjetunion - Estland, Lettland, Litauen; aber auch Sudan - Äthiopien, Marokko - Westsahara, Pakistan - Indien, Indien - Sri Lanka: Konfliktpotential, wohin man auch blickt.

Die Frage stellt sich, ob der internationalen Staatenwelt Instrumente zur Verfügung stehen, mit diesem Konfliktpotential umzugehen. Unseres Erachtens liegt gerade darin die Hauptproblematik der kommenden Jahre. Die *internationalen Organisationen* sind eigentlich alle auf den Erhalt des *Status Quo* ausgerichtet, das heisst, sie schützen die bestehenden Strukturen und mithin die teilweise konfliktbeladenen Grenzziehungen. Es gibt keine erprobten Verfahren zur Bereinigung ethnografisch inkompatibler Gebilde. Ja, es könnte sein, dass gerade die strukturbewahrenden Funktionen der internationalen Organisationen letztendlich das Konfliktpotential erhöhen.

Die sicherheitspolitischen Aufgaben sind deshalb nicht einfacher, sondern sehr viel schwieriger geworden. Das ungeliebte, aber letztlich lange Zeit friedenssichernde System zweier Machtblöcke ist abgelöst worden durch ein sehr instabiles System von Völkern, die ihre territoriale Integrität suchen. Die resultierenden *regionalen Konflikte* können schnell ein *global gefährliches Ausmass* erhalten. Die industrialisierte Welt wird sich darauf einstellen müssen, dass sie zur Kontrolle und Eindämmung solcher Gefahrenherde möglicherweise mehr militärische Opfer erbringen muss, als sie es unter dem Regime zweier Blöcke tun musste. Die Schweiz wird sich solchen Entwicklungen übrigens kaum ganz entziehen können.

#### **4. ... zum Niedergang der Ordnungspolitik**

Ordnungspolitische Entwicklungen werden oft unterschätzt, obwohl es ja unverkennbar die geistesgeschichtlich relevanten Bewegungen waren, die unsere wirtschaftliche Entwicklung am meisten beeinflusst haben. Man denke nur an die Abkehr vom Merkantilismus nach der französischen Revolution, an den Siegeszug der liberalen Staatsauffassung und die enorme Industrialisierung im letzten Jahrhundert, an die Ueberwindung des Keynesianismus im Verlaufe der achtziger Jahre.

*Vordergründig* weist momentan alles auf eine Hinwendung zu *mehr Marktwirtschaft* hin. In der Tat ist ja der Versuch der Ablösung staatswirtschaftlicher durch marktwirtschaftliche Prinzipien im Osten ein ordnungspolitisches Ereignis ersten Ranges. Lassen wir uns aber nicht täuschen: Im Westen ist seit einiger Zeit eine Hinwendung zu weniger Markt und mehr Dirigismus festzustellen, und in vielen Köpfen werden etatistische Gedankengänge wieder beliebt. Dies in zweierlei Hinsicht. Zum einen sind es integrationspolitisch-neomerkantilistische Ideen, wie sie etwa der von Frankreich inspirierten EG-Politik zugrundeliegen. Die kürzlich zwischen der EG und Japan abgeschlossene Vereinbarung zur Beschränkung des Imports japanischer Autos bis zum Jahr 1999 mag hier als Signal gelten.

Zum andern sind es die ökologisch inspirierten etatistischen Ideen, die nach und nach wie zähe Flechten unsere Marktwirtschaft überziehen. Die nur zögernde Bereitschaft industrieller Kreise, sich auf marktwirtschaftliche Konzepte zur Vermeidung von Umweltschäden einzulassen, mag diesen Vorgang beschleunigt haben. Wir müssen uns im klaren sein: Der gute Zweck ökologischer Ziele beginnt das Mittel ordnungspolitischer Sündenfälle zu heiligen, und wir meinen, oft werde der gute Zweck nurmehr als Vorwand für die Durchsetzung sehr realpolitischer Interessen missbraucht. *Wo Markt verdrängt wird, entsteht politische Macht.* Wo ein Bewilligungsregime und eine Rationierungsbehörde ans Werk gehen, können eine politische Klientel begünstigt und andere schikaniert werden.

Die Gefahr des schleichenden Verlusts an wirtschaftlicher Freiheit und wettbewerblicher Effizienz darf nicht unterschätzt werden. Der ordnungspolitischen Auseinandersetzung wird in den kommenden Jahren hohe Bedeutung zukommen, und auch der Anleger tut gut daran, die sich langfristig ergebenden Vor- oder Nachteile aus ordnungspolitischen Entwicklungen im Auge zu behalten.

##### **5. Konjunkturelle Eindeutigkeiten**

Die Nebel über den wirtschaftlichen Entwicklungen beginnen sich zu lichten. Das zum Vorschein kommende Bild ist aber nicht ein taufersch-leuchtendes, sondern in weiten Teilen recht düsteres. Es sieht global nach einer recht markanten Kontraktion aus.

Was manche Auguren, vorab aber natürlich die "ex-officio-Optimisten" in den Wirtschaftsministerien und den Notenbanken nicht wahrhaben wollten, ist nun dennoch eingetreten: Die USA befinden sich seit geraumer Zeit in einer *Rezession*. Der reale Auftragseingang ist schwach, die Autoproduktion, die Bauinvestitionen, die Firmengewinne stagnieren. Etwa ein Fünftel der verfügbaren Geschäftsimmobilien in den USA steht leer.

Das verfügbare persönliche Einkommen ist nach wie vor tief. Steuererhöhungen, die angesichts des soeben angekündigten Rekorddefizites und der sich verschlechternden Situation der einzelnen Gliedstaaten und vieler amerikanischer Städte unumgänglich erscheinen, werden das verfügbare Einkommen nicht erhöhen.

Wir haben in der "Wegelin-Börse" seit Monaten auf die seltsame Entwicklung der US-Geldmenge hingewiesen. Währenddem die *Notenbankgeldmenge M1* nach und nach *vergrössert* wurde, erhöhten sich die *erweiterten Aggregate wenig oder gar nicht*. Die Kreditschöpfung, also das aus der Wirtschaft nachgefragte und von den Banken angebotene Geld, bleibt nach wie vor tief. Die strukturellen Gründe für die sehr zurückhaltende Kreditstätigkeit der US-Banken sind unseren Lesern bekannt. Zwar verbessert das Fed mit tieferen Zinsen die Lage des amerikanischen Finanzsystems nun zusehends. Vorderhand gehen aber noch keine Impulse an die Wirtschaft weiter.

Was am amerikanischen Beispiel so exemplarisch gezeigt werden kann, scheint in abgeschwächter Form auch in Europa und selbst in der Schweiz stattzufinden: ein grossangelegtes "*De-Leveraging*", eine allgemeine Entschuldungswelle. Zurückzuführen ist sie auf die langanhaltende Zinshausse. Wirtschaftliche Gebilde, die auf längere Frist die Kraft nicht haben, ihre Schulden zu verzinsen, geschweige denn sie zu amortisieren, verlieren ihre Daseinsberechtigung und verschwinden. Der Rey-Skandal ist ein typisches Beispiel für das unausweichliche Ende seifenblasenartiger Gebilde. Andere werden ihm noch folgen. Die "*grosse Linie*" heisst also *Rückbesinnung auf die Substanz*. Wobei Substanz für uns nicht die Anhäufung irgendwelcher buchhalterischer Werte bedeutet, sondern *langfristig sichergestellte Ertragskraft*.

Der Anleger tut gut daran, sich rechtzeitig auf die Substanz rückzubesinnen. Sowohl Aktien- wie auch Obligationenanlagen sollten nur dort getätigt werden, wo nachhaltige Ertragskraft gesichert ist. Wo derivative Instrumente wie Futures, Optionen und Swaps zur Diskussion stehen, muss besonders auf die Bonität der Partner geachtet werden.

## **6. Inflationssorgen in deflationärem Umfeld**

Den Schweizer und, etwas weniger ausgeprägt, auch die Deutschen drücken nach wie vor Inflationssorgen. Im globalen Zusammenhang hingegen scheint Inflation mindestens vorläufig kein Problem mehr zu sein. Die Rohstoffpreise sind nicht höher als Mitte der Siebzigerjahre, die Tendenz des Rohstoffpreisindex ist stets noch rückläufig. Ebenso tendiert der Welt-Konsumentenpreisindex negativ, die Welt-Geldmenge ist auch rückläufig.

In der Schweiz und in Deutschland sind weitgehend hausgemachte Sonderfaktoren für die höheren Teuerungsraten verantwortlich. Die Eidgenossenschaft verfügt in ihrem wirtschafts- und sozialrechtlichen Gefüge über eine Anzahl Faktoren, die einen Teuerungsschub künstlich verlängern bzw. verstärken. Index-Mechanismen bei den Löhnen und Renten sowie Hypothekar/Mietzins-Anpassungsautomatismen laufen einer schnell greifenden Notenbankpolitik diametral entgegen (und verfehlen mithin ihren eigentlichen Zweck). Es braucht deshalb in der Schweiz erst eine recht markante Wirtschaftsabschwächung, zumeist etwa vier Quartale negativen Wachstums, bis ein Teuerungsrückgang verzeichnet werden kann.

Die *Wirtschaftssituation in der Schweiz* ist entsprechend *prekär*. Die Kapazitätsauslastung ist rückläufig, ebenso die Kreditfähigkeit der Banken und die Produktionsziffern der Schweizer Industrie. Die Gewinnausweise dürften vorderhand noch einigen Zweckoptimismus ausstrahlen, effektiv ist die Ertragslage vieler Schweizer Firmen aber ungenügend. Der Immobilienmarkt in der Schweiz liegt darnieder, und die Zunahme der Gesamthypothekarverschuldung um rund 10 % innert Jahresfrist auf etwa SFr. 410 Mrd. ist wohl mehrheitlich der Kapitalisierung von Zinsausständen zuzuschreiben...

Die deutsche Teuerung ist zu einem guten Teil auf die kürzlichen Steuererhöhungen zurückzuführen, also auf einen gesamtwirtschaftlich wirkenden Schock, der per se keine weiteren inflationären Folgen haben sollte. Inwieweit andere Teuerungsfaktoren im Spiel sind, ist Gegenstand heftiger Diskussionen. Unseres Erachtens darf der inflationäre Druck von der Lohn- und Konsumentenpreisseite nicht unterschätzt werden. Die Leitzinserhöhungen vom letzten Donnerstag haben die Bandbreite der Argumente deutlich aufgezeigt. Hält auf der einen Seite die Bundesbank einen relativ restriktiven geldpolitischen Kurs aus Inflationsgründen für notwendig, erachten die politischen Instanzen eine geldpolitische Lockerung für vordringlich, um mit sinkenden Zinssätzen den privaten Investitionen in den neuen Bundesländern Impulse zu verleihen. Wir sind der Ansicht, dass die *auch in Deutschland längerfristig eher rückläufigen Wachstumswahlen* von selbst zu einer Entspannung an der Zinsfront führen werden.

#### **7. Wirtschaftsabschwächung, Zinsrückgang, Erholung?**

Unser Zinsszenario gleicht sich in allen europäischen Währungen weitgehend. Wir erwarten ein rückläufiges Wirtschaftswachstum, damit eine Entspannung bei der Teuerung und somit in absehbarer Zeit auch rückläufige Zinssätze. Die in Deutschland wirksamen Sonderfaktoren verzögern zwar die Entwicklung europaweit etwas; an der Grundtendenz aber wird sich nicht viel ändern.

Die nächste Frage ist dann natürlich, wann denn und wie eine Erholung Platz greifen könnte. Dazu bräuchte es unseres Erachtens das Zusammentreffen folgender Faktoren:

- eine tiefere Realverzinsung
- eine bessere Liquiditätsversorgung und eine erhöhte Kreditschöpfung

Wir sehen vorderhand nur Aussichten auf eine Verbesserung im Bereich der Realzinsen. Liquidität und Kreditschöpfung wird davon abhängen, wieweit, wie bald und wie erfolgreich die Strukturkrise des "De-Leveraging" über die Bühne gegangen sein wird. Selbstverständlich wird auch weltweit ein Klima des Vertrauens und der Zuversicht für die Zukunft notwendig sein, um die Wirtschaftsteilnehmer zu neuen Ufern aufbrechen zu sehen.

#### **8. Euro-Währungen trotz politischer Turbulenzen?**

Nach dem starken Anstieg des US-Dollars im Gefolge des Golfkrieges sind die Hauptwährungen in den letzten paar Monaten relativ stabil geblieben. Der politische Umsturz in der UdSSR hat der amerikanischen Währung nun neuerliche At-

traktivität verliehen. Auch der Schweizer Franken behauptet sich in Zeiten politischer Unsicherheiten erfahrungsgemäss recht gut. Allerdings darf dabei nicht übersehen werden, dass die Schweizer Valuta eine deutlich geringere Realverzinsung aufweist als praktisch alle Euro-Währungen, die sich 4 bis 5 % über der Inflationsrate verzinsen. Momentan scheint uns das politische Umfeld aber nicht geeignet, den Zinsvorteil der Euro-Währungen voll auszuspielen.

Es gibt einige gewichtige Gründe, die für die amerikanische Währung sprechen, allen voran sicherheitspolitische, gewiss aber auch die trotz allen Lockerungsbemühungen des Fed kaum als inflationär zu bezeichnende Geldpolitik, das wiedererwachte amerikanische Selbstvertrauen nach dem Golfkrieg, die verbesserte Handels- und Leistungsbilanz und anderes mehr. Auf der anderen Seite stehen nach wie vor die grossen strukturellen Probleme des US-Finanzsystems und die noch alles andere als gegebenen besseren Produktivitätsaussichten der US-Wirtschaft. Auch das veranschlagte Rekorddefizit wirkt nicht gerade vertrauenserweckend.

#### 9. Börsen: in widersprüchlicher Situation

Bei grundsätzlich eher negativer werdenden Wirtschaftsaussichten haben sich die Börsen über die Sommermonate recht gut halten können. Zum einen wurde immer wieder die Hoffnung laut, die Rezession in den USA sei schon bald ausgestanden. Zum andern waren es die Aussichten auf eine bald lockerere Notenbankpolitik bzw. auf tiefere Zinsen, die den Börsen eine Stütze gaben.

An dieser Situation wird sich nach dem UdSSR-Crash nicht allzuviel ändern, wenn nun auch wieder eher grössere Kurschwankungen wahrscheinlich sind. Die Zeit für eine grosse und nachhaltige Hausse ist sicher noch nicht gegeben. Entscheidend wird sein, die von ihrer Substanz und Ertragskraft her richtigen Unternehmen für Investments auszuwählen, da sich enttäuschende Gewinnaussichten in der gegenwärtigen Situation schlecht auf die Kurse auswirken werden.

Die Verzinsung von Obligationen im Euro-Währungsberreich und die Aussicht auf Kurssteigerungen bei sinkenden Zinssätzen sind dermassen attraktiv, dass wir im übrigen von allzu forschenden Auftritten an den Aktienbörsen abraten.

#### 10. Unsere Anlagepolitik

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

## 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
120.976	4	% B B C	1983-94	93.00 %	6.72 %
127.585	3 1/2	% Zürich Versicherung	1989-96	86.50 %	6.58 %
993.848	2 1/4	% Sandoz Overseas Fin.	1987-97	80.00 %	6.54 %
124.659	4 1/4	% Winterthur ex	1990-98	87.50 %	6.55 %
100.873	3 1/2	% Biber Holding (Wandel)	1989-99	78.00 %	7.06 %
026.861	6 1/2	% Thurg. Kantonalbank	1991-2001	100.00 %	6.50 %
090.404	4 1/4	% S B G nachr.	1991-2004	78.00 %	6.89 %

#### Ausländische Schuldner (verrechnungssteuerfrei)

537.563	6	% Kaufhof ex	1989-96	96.50 %	6.82 %
535.005	4 1/4	% Deutsche Finance ex	1987-97	87.50 %	6.83 %
597.295	6 1/2	% E I B	1991-98	99.10 %	6.66 %
875.444	4 3/4	% Dow Chemical	1987-99	85.00 %	7.39 %
559.106	7 1/2	% Dresdner Bank Int. Fin.	1990-2000	104.50 %	6.81 %
426.781	7 1/4	% O E K B ex	1990-2002	104.00 %	6.73 %

#### Obligationen auf fremde Währungen (quellensteuerfrei)

##### DM

105.248	6 3/8	% Eurofima A + B	1986-94	94.30 %	9.23 %
291.557	8	% B R D S.89	1990-95	97.55 %	8.93 %
314.428	3 1/2	% R W E	1986-96	81.90 %	8.37 %
294.663	9	% Deutsche Bundespost	1990-2000	102.95 %	8.52 %
291.580	8 1/2	% B R D	1991-2001	100.30 %	8.49 %

##### Hfl.

534.099	6 1/4	% Niederlande	1987-95	91.50 %	9.03 %
533.632	6 3/8	% Niederlande	1987-97	88.30 %	8.86 %
535.331	9	% Niederlande	1990-2000	101.00 %	8.82 %

##### ECU

597.626	9	% Norwegen	1991-96	99.70 %	9.07 %
798.219	10 5/8	% Neuseeland	1990-97	104.75 %	9.55 %
359.971	9 1/8	% Grossbritannien	1991-2001	100.50 %	9.09 %

*US\$*

481.755	7 3/4 %	Crédit National	1991-94	101.50 %	7.16 %
865.892	8 1/4 %	Bayer USA Inc.	1991-96	101.63 %	7.84 %
896.402	3 1/2 %	Roche Holding ex	1991-2001	67.25 %	8.59 %

*£*

360.862	13 3/4 %	British Telecom	1990-93	104.38 %	10.32 %
554.049	11 %	Deutsche Bank Fin.	1989-94	101.38 %	10.27 %

## 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

-	Depositenkonto 3 1/2 % für Wertschriftenverkehr (Freigrenze für Barrückzüge Fr. 20'000.-- pro Monat)			
-	Festgeldsätze	3 Mt	6 Mt	12 Mt
	SFr. Inland	7 3/8 %	7 3/8 %	7 1/4 %
	SFr. Euro	7 3/4 %	7 5/8 %	7 1/2 %
	DM	8 7/8 %	9 %	9 1/8 %
	ECU	9 1/2 %	9 5/8 %	9 5/8 %
	US\$	5 1/4 %	5 1/2 %	5 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