

## 1. Was ist denn mit den Banken los?

Es gibt sie nicht mehr, die bis anhin so heile (Banken-) Welt. Ein Land wie die Schweiz, stolz auf ihren weltweiten Ruf für Seriosität und Qualität, wird von einer Reihe von Bankskandalen erschüttert. Zwar gilt es, die Relationen einzuhalten, denn konkursreif ist bisher nur ein zweitrangiges Regionalinstitut geworden, und dieser Einzelfall kann sicherlich nicht für generalisierende Schlüsse auf ein ganzes Bankensystem herhalten. Ein Gefühl des Missbehagens ist aber dennoch berechtigt, denn die Meldungen über massiv erhöhten Abschreibungsbedarf namentlich bei Kantonalbanken, die vorzeitigen Rücktritte der Mitglieder von Bankbehörden und nicht zuletzt die schleppende Kursentwicklung von Grossbankaktien lassen schon aufhorchen.

Was ist mit unseren Banken los? Es lohnt sich, an diese Frage mit der nötigen Genauigkeit und Unvoreingenommenheit heranzugehen. Oberflächliche Beurteilungen gibt es bereits in Hülle und Fülle. Wer nicht versteht, was eine Bank als ökonomisches Gebilde ist, der wird auch kaum gültige Aussagen zur heutigen Situation machen können.

Eine Bank ist *erstens* ein Konglomerat von *Forderungsrechten* gegenüber einer Vielzahl von Schuldner. Die Forderungen sind bezüglich Fälligkeiten, Sicherheit, Zinsverpflichtungen sowie spezieller und zusätzlicher Rechten sehr verschieden.

Eine Bank ist *zweitens* ein Konglomerat von *Leistungsverpflichtungen* zugunsten einer Vielzahl von Gläubigern. Auch die Leistungsverpflichtungen sind bezüglich Fälligkeiten, Zinsverpflichtungen und zusätzlich versprochener Attributen verschieden.

Eine Bank ist *drittens* ein Wirtschaftssubjekt mit *Eigenkapital*, das sich aus der Differenz zwischen dem ökonomischen Wert aller Verpflichtungen und aller Forderungen zusammensetzt.

*Viertens* ist eine Bank Vermittlungsstelle für Geschäfte *Dritter*. Das Ertragspotential dieser Vermittlungsgeschäfte muss in die Analyse einbezogen werden und ist oft ein gewichtiges Aktivum, das aber von den gängigen Buchhaltungsmethoden kaum erfasst werden kann.

## 2. Komplexer Weg zum Erfolg

Zwischen der Forderungs- und der Verpflichtungsseite einer Bank bestehen komplexe Beziehungen, die jedes Institut als ein vom anderen verschiedenes erscheinen lassen. Eine dieser Beziehungen ist das *Nettoergebnis der Zahlungsströme* für Zinsen, die sogenannte *Zinsmarge*. Die Zinsmarge ist sehr weitgehend exogen bestimmt, das heisst hängt stark von den

Gegebenheiten an den Finanzmärkten ab. Allerdings hat die Bank in zweifacher Hinsicht Einfluss auf ihre Zinsmarge: Geniesst sie zum einen das Vertrauen weiter Kreise, so kann sie sich billiger refinanzieren, und ihre Zinsmarge wird grösser. Gibt sie zum andern darauf acht, dass die Fristigkeiten ihrer Forderungs- und ihrer Verpflichtungsseite nicht allzu unterschiedlich werden, dann wird sie auch weniger unter Verschiebungen in der Zinsstruktur der Finanzmärkte leiden.

Eine weitere Beziehung zwischen der Forderungs- und der Verpflichtungsseite einer Bank besteht in der zeitlichen *Uebereinstimmung* oder im allfälligen Auseinanderklaffen der *Geldströme*, die beide Seiten der Bilanz generieren. Dies ist die *Liquiditätskomponente* einer Bank. Es gibt eine Vielzahl von gesetzlichen Mindest-Liquiditätsvorschriften. Frühere Bankenkräche haben da ein feines regulatorisches Netz hinterlassen.

Für die Beurteilung einer Bank sind ferner die *Bewertungsgrundsätze* der sich gegenüberstehenden Forderungen und Verpflichtungen von Bedeutung. Grosse wirtschaftliche Veränderungen hinterlassen hier ihre Spuren: Zahlungsunfähigkeit, Konkurse von Schuldern, Preiseinbrüche bei den gängigen Pfandobjekten reduzieren den Wert der Forderungsseite. Währungsschwankungen wirken sich sowohl auf der Passiv- wie auch auf der Aktivseite aus. Das Eigenkapital als Residualgrösse kann sich bei wechselnden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen dramatisch verändern.

### **3. Wenn Schlüsselgrössen nicht stimmen**

Ertrag, Liquidität und Bonität: das sind also die drei Schlüsselgrössen, auch zur Beurteilung der Situation einer Bank. Und genau an diesen Schlüsselgrössen lässt sich nun eben zeigen, was im schweizerischen Bankwesen geschehen ist.

Zunächst zur Komponente *Ertrag*. Im Zuge der allgemeinen Verschuldungseuphorie der Achtzigerjahre war die Versuchung für einige Banken gross, mit der Akquisition zusätzlicher Forderungen zu wachsen. Das in der Schweiz 1987 und 1988 sehr billige kurzfristige Geld verleitete manche dazu, langfristige Engagements mit kurzfristigen Refinanzierungsgeldern abzudecken. Die Rechnung ging für eine Weile recht gut auf, so gut, dass man sich sogar darauf hinausliess, Festhypotheken-Arrangements mit kurzfristigen Geldern zu refinanzieren. Als dann mit der restriktiven Notenbankpolitik das kurzfristige Geld teurer als das langfristige wurde, begann die Rechnung nicht mehr aufzugehen. *Inverse Zinsstrukturen* können für Banken *gefährlich* werden, wenn die Refinanzierungsgrundsätze nicht eingehalten wurden.

Dieselben widrigen Umstände an den Finanzmärkten verschärfte anfangs der Neunzigerjahre die sich ohnehin aufgrund des institutionellen (Zwangs-)Sparens *verschlechterte Refinanzierungssituation*. Das überproportionale Wachstum bei den Ausleihungen, namentlich bei den Hypotheken, begann immer mehr in Widerspruch zu der unterproportionalen Entwicklung von Kundengeldern zu geraten. Liquiditätssengpässe von Banken sind selten so dramatisch wie vor einem Monat in Thun, als

die Bankkunden Schlange stehen mussten, um an einen Teil ihres Geldes zu gelangen. Vielmehr finden sie schleichend statt, in Form des mühsamen und teuren Zusammenkratzens freier Gelder auf dem Markt.

Nun kam in der allerletzten Zeit dazu, dass sich auf der Aktivseite die Notwendigkeit von *Wertberichtigungen* abzuzeichnen begann. Der Grund hiefür liegt in erster Linie im Preiseinbruch bei den Schweizer Immobilien. Wer als Bank in den letzten zwei, drei Jahren aggressiv Liegenschaften belehnt hat, der dürfte um schmerzhaftes Abschreibungen nicht herumkommen. Abschreibungen kann man zulasten des Gewinnsaldos vornehmen; wenn dieser nicht ausreicht, muss das Eigenkapital erhalten.

Schräglage in der Refinanzierung, ungünstige Liquiditätsentwicklung, zusätzlicher Abschreibungsbedarf: Dies sind die Sorgen, die momentan verschiedenen Banken zu schaffen machen. Es ist ein *Strukturbereinigungsprozess* im Gange, der noch eine Weile anhalten wird und dessen Skandalpotential noch keineswegs erschöpft ist. Spreu wird vom Weizen getrennt. Die Marktwirtschaft kann unerbittlich sein.

Allerdings: der Weizen ist insgesamt natürlich bei weitem bedeutender als die Spreu. Die Schweiz kennt *sehr strenge Eigenmittelvorschriften* für Banken. Damit ist sichergestellt, dass nicht einfach jedes Gegenwindchen eine ganze Branche umwerfen kann. Ferner wurden von den meisten Banken in besseren Zeiten namhafte stille Reserven auf den Aktiven gebildet. Sie können nun zur Wertberichtigung herangezogen werden. Die Bank, die sich zudem ertragsmässig genügend diversifizieren konnte und zum Beispiel wesentliche Erträge aus dem *indifferenten Geschäft* generiert, ist von der ganzen Entwicklung bedeutend *weniger tangiert*.

Schliesslich kommt eines noch dazu: Im internationalen Vergleich stehen, trotz des stattfindenden und unumgänglichen Strukturbereinigungsprozesses, die Schweizer Banken weitgehend unangefochten da. Die drei Grossbanken SBG, SBV und SKA verfügen über das in der Branche sehr rar gewordene Triple-A-Rating. (Weltweit geniessen nur noch sechs Institute diese Bonitätseinstufung.) Wenn man mit dem Savings-and-Loan-Debakel und den neuerlichen Wall-Street-Skandalen in den USA, den verschlungenen Finanzmarkt-Verhältnissen in Japan oder den scharfen Strukturbereinigungsprozessen auf dem Finanzplatz London vergleicht, dann *relativiert sich einiges*.

#### **4. Entschuldung allerorten**

Was sich im kleinen in der Schweiz abspielt, ist ein global zu beobachtender Vorgang. Der Verschuldungsboom der Achtzigerjahre wird rückgängig gemacht. Es wird von "Liquiditätssengpass", "credit crunch" und ähnlichem gesprochen. Im wesentlichen geht es um das Wiedergewinnen gesunder finanzieller Strukturen. Man könnte dies auch die *"Wiederentdeckung des Eigenkapitals"* nennen. Wenn das Finanzkonglomerat eines Werner K. Rey zusammenbricht, so handelt

es sich um eine solche Entschuldungsaktion. Dasselbe trifft zu, wenn der Medienkonzern eines Herrn Maxwell ins Schlingern gerät.

Was steht hinter diesen Vorgängen? Zum einen ist es sicher die globale monetäre Entwicklung bzw. die in allen Industrieländern deutlich sichtbare Knappheit des Geldes, teilweise verursacht durch ein völlig ungenügendes Sparaufkommen (USA!), teilweise Ausdruck einer klar restriktiven Geldpolitik der Notenbanken (Europa). Die Realzinsen sind, mit Ausnahme der USA, verhältnismässig hoch; Geld ist teuer. Wer Schulden macht, muss erst einmal die Zinsen verdienen können, und dies kann in einem rezessiven Umfeld problematisch werden. Zum andern sind aber natürlich gerade hochverschuldete und meist willkürlich zusammengewürfelte Konzerne kaum in der Lage, grösseren Widerwärtigkeiten des Umfelds zu widerstehen. Wo Eigenkapital fehlt, da fehlt nicht nur die physische Unternehmungssubstanz, sondern oft auch die geistige Potenz einer geordneten Unternehmungsleitung.

Entschuldungsaktionen sind schmerzhaft. Für die Direktbeteiligten zweifelsohne, für die indirekt beteiligten Gläubiger aber auch. Was bis vor kurzem als sicher gegolten hatte, kann oft nur noch mit Verlusten am Markt veräussert werden. Abschreibungen beherrschen das Bild, bei den Banken, in den Portefeuilles grosser institutioneller Anleger, in einigen bedauerlichen Fällen aber auch in den Vermögen Privater.

Am spektakulärsten sind die Folgen dieser Entschuldungswelle an den *Immobilienmärkten* sichtbar. Angefangen in den USA, wo seit Ende 1989 stets mehr Wolkenkratzer leer stehen, ganze Shopping Malls schliessen müssen und die fast überall vorhandenen Ueberkapazitäten (ca. 20 % aller kommerziellen Bauten stehen leer!) in einem scharfen Rückgang der Immobilienpreise geendet haben, müssen wir nun in Europa und besonders auch in der Schweiz ebenfalls eine eigentliche Immobilienkrise zur Kenntnis nehmen. Die *Preisrückgänge* in der Schweiz schwanken regional zwischen 10 und 40 %. Es macht vorderhand nicht den Anschein, als ob die Entwicklung abgeschlossen wäre. Die Schwierigkeiten von Banken, die allzu einseitig und allzu aggressiv auf stetig weiter steigende Immobilienpreise gesetzt haben, sind bereits ausführlich beschrieben worden.

Man muss sich im klaren sein, welchen Umfang Immobilienmärkte haben. Sie übersteigen nach ihrem Wert die Aktienmärkte um ein Mehrfaches. Die Börsenkaptalisierung des Schweizer Aktienmarktes beträgt rund 250 Milliarden Franken. Der Wert aller Schweizer Immobilien liegt schätzungsweise um 2000 Milliarden. Ein "Immobilien-crash" mit Preiseinbrüchen zwischen 10 und 40 % bedeutet eine "Vermögensvernichtung" von bis zu 500 Milliarden Franken. Dass eine solche Entwicklung nicht spurlos an der Volkswirtschaft vorbeigeht, dürfte auf der Hand liegen.

## 5. Alles hat zwei Seiten

Der weltweite Entschuldungsprozess hat allerdings nicht nur Nachteile. Als Strukturbereinigungsprozess werden manche Dinge, die aus dem Lot geraten sind, wieder in Ordnung gebracht. Der Kreditboom der Achtzigerjahre hat Uebertreibungen generiert, die auf die Länge weder wirtschaftlich noch sozial tragbar wären. Wenn beispielsweise die Bodenpreise derart in die Höhe schnellen, dass auf absehbare Zeit keine Aussicht auf einigermaßen genügende Renditen neu erstellter Büro- oder Wohnbauten mehr besteht, dann kann eine Tieferbewertung für viele *neue Chancen* eröffnen. Und wenn ein paar Finanzjongleure für geraume Zeit aus dem Verkehr gezogen werden, dann hat der marktwirtschaftliche Selbstreinigungsprozess gegriffen.

Ob allerdings der Entschuldungsprozess auch auf jenen Sektor übergreifen werde, der *Entschuldung am meisten nötig hätte*, nämlich auf den Staat, wagen wir nicht zu glauben. Zu vielfältig sind die Mechanismen der Politik, als dass nicht dem stetig steigenden Anspruchsdenken der Bürger wahlpolitische Konzessionen entgegengebracht würden. Es sieht ganz im Gegenteil momentan darnach aus, als ob in den meisten Industriestaaten ein weiterer Ausgabeschub des Staatsektors bevorstünde. Präsident Bush scheint angesichts der bevorstehenden Wahlen und der miserablen Konjunktur innenpolitisch die Nerven weitgehend verloren zu haben. Wahlgeschenke dieser und jener Art werden folgen, und eines ist dabei ganz sicher: Das Budgetdefizit der USA wird sich dadurch nicht verringern. Aber auch auf dem europäischen Kontinent sieht es nicht nach Kürzungen der staatlichen Etats aus. In England wird sich die konservative Regierung unter John Major kaum durch Kürzungen im Staatshaushalt am Ruder zu halten versuchen. Deutschland steht völlig unter dem Diktat der Wiedervereinigungsproblematik, und in der Schweiz muss sich eine grosse und weitgehend konzeptlose Koalition zu vielfältigen und vernetzten Avancen an praktisch alle politischen Richtungen hergeben. Das kostet Geld.

Die Gefahr besteht in dieser Situation darin, dass der private Sektor als Schuldner *vom Staat an die Wand gedrückt* wird. In der Fachsprache redet man von "*crowding out*". Die Budgetdefizite müssen finanziert werden; immer stärker treten auch die Zinslasten für die Altschulden in den Vordergrund. Der Staat ist aber (trotz allem) alleweil ein bevorzugter Schuldner, und umso knapper wird das Geld für den privaten Sektor. Wenn die Staatsquote eine gewisse Schwelle übersteigt, dann wirkt dies auf die Volkswirtschaft hemmend, egal, ob dem Firmensektor die Mittel durch Steuern oder durch "*crowding out*" von den Finanzmärkten entzogen werde.

## 6. Erkannter Ernst der Stunde

Vor Jahresfrist wurde das Wort "*Rezession*" noch von sehr wenigen in den Mund genommen. Heute ist deutlich sichtbar, dass wir mitten in einer globalen Abkühlung stecken. Die Rohstoffpreise, ein untrügliches Barometer, tendieren seit 1989 schwach. Als erste wurden die USA und Kanada von der

negativen Wirtschaftsentwicklung erfasst, nun folgen auch die europäischen Länder. Im Hintergrund steht zusätzlich auch noch die gewaltige Problematik der katastrophalen Lage in den früheren Ostblockstaaten und die Unsicherheit darüber, wie, wann und ob überhaupt ein Ausweg aus jener Situation gefunden werden kann.

Je nach Stadium der eingetretenen Rezession hat sich auch die *Geldpolitik der Notenbanken differenziert*. Zwar ist man sich in der Zielsetzung des Primats tiefer Inflationsraten nach wie vor einig. Das amerikanische Fed verfolgt nun aber angesichts der sich nur schwach verändernden Geldmengenaggregate M2 und M3 eine recht aggressive Lockerungspolitik, wobei die billigen kurzfristigen Gelder vorderhand vom Bankensystem nicht an die übrige Volkswirtschaft weitergegeben werden. Anlagen in Treasury-Papieren sind offensichtlich attraktiver und sicherer als kommerzielle Kredite. Die europäischen Notenbanken stehen im Banne dessen, was die Deutsche Bundesbank tut. Und diese muss versuchen, der durch die Wiedervereinigung spartenweise sehr angeheizten deutschen Wirtschaft jene Geldpolitik zu verpassen, die ihr eine stärkere inflationäre Entwicklung ersparen wird. Mit anderen Worten muss die Bundesbank die DM-Zinsen nach wie vor hochhalten. Währungsüberlegungen hindern die übrigen Notenbanken Europas daran, eine wesentlich andere Geldpolitik zu befolgen, obwohl das in vielen Fällen aufgrund der makroökonomischen Daten durchaus möglich wäre. Dies gilt auch für die Schweiz, der zusehends ein monetärer "overkill" droht.

## **7. Inflationbekämpfung mit Hindernissen**

Dass zwischen der Neuformulierung der Geldpolitik einer Notenbank und den dann in der Volkswirtschaft beobachtbaren Auswirkungen eine Zeitspanne von ein bis zwei Jahren liegt, ist eine erwiesene Erfahrung. Die Gründe hierfür sind teilweise rein wirtschaftlicher, teilweise institutioneller Natur. Inflation und Desinflation haben immer etwas mit Ueberproduktion, Lagerüberhang, Lagerabbau und Produktivitätsveränderungen zu tun. Das ist der rein wirtschaftliche Teil zur Erklärung der Zeitspanne. Die institutionellen Gründe für den "time lag" liegen in administrativ festgelegten Preisen, also indexierten Löhnen, Mietzins-Anpassungsautomatismen, politisch festgelegten Tarifierpassungen öffentlicher und halböffentlicher Betriebe. Es ist offensichtlich, dass in der Schweiz diese *institutionellen Hindernisse* auf dem Wege zu tieferen Inflationsraten eine *zusehends verheerendere Rolle* spielen. Die Nationalbank ist nämlich gezwungen, ihre bremsende Geldpolitik über das Mass hinaus fortzuführen, das für die Wirtschaft noch einigermaßen tragbar ist. Die Gefahr des "monetären overkills" ist in den letzten Wochen Gegenstand immer eindringlicherer Kritik namhafter Experten geworden. Wir wären nicht überrascht, wenn die Schweizerische Nationalbank ihre restriktive Geldpolitik in den nächsten 2 bis 3 Monaten ändern würde.

## **8. Inflations- und Zinsprognose: positiv, fragt sich nur, wann!**

Die offensichtlich ein globales Ausmass annehmende Abkühlung lässt Inflationssorgen für die nächste Zeit als unbegründet erscheinen. Dies wird mittelfristig auch für die zwei vorderhand noch von höheren Teuerungsrate geplagten Länder wie Deutschland und die Schweiz zutreffen. Wir rechnen für die USA mit einem weiteren *Teuerungsrückgang um 1 %* im nächsten Jahr. In Deutschland hält der Aufwärtsdruck für Preise vorderhand noch an, dürfte aber bis Mitte 1992 an Virulenz verlieren. In der Schweiz werden die Inflationsraten vorab aus den genannten institutionellen Gründen gegen Ende 1991 noch einmal *leicht ansteigen* und sich dann im Laufe der ersten Monate des Jahres 1992 auf etwa *4,5 bis 5 %* reduzieren.

Dieses Inflationsszenario impliziert einen *Rückgang bei Kapital- und Geldmarktzinsen* und dort, wo diese heute invers (d.h. die kurzfristigen Zinsen höher als die langfristigen) sind, eine Normalisierung der Zinskurve. Der Zeitpunkt dieser Anpassung hängt sehr weitgehend von den Entwicklungen in Deutschland bzw. von der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank ab.

## **9. Börsen: Wirtschaftsabkühlung erkannt**

Die Weltbörsen haben die ungünstige Wirtschaftsentwicklung zur Kenntnis genommen. Wall Street erlebte in den letzten Wochen erste Rückschläge, Tokyo tendiert schwach, die europäischen Börsen bestenfalls gehalten. Für die meisten Märkte trifft nach wie vor zu, dass es angesichts der *hohen Geldmarktsätze* bei weitem *attraktivere Investments* gibt als risikoreiche Aktienengagements. Solange keine eindeutigen Zeichen in Richtung einer Normalisierung bei den Zinsen erkennbar sind, wird sich daran nicht viel ändern. Selbstverständlich sind dabei Partikularbewegungen nicht ausgeschlossen, und auch wir freuen uns beispielsweise nach wie vor über die positive Performance schweizerischer Pharmawerte.

Im übrigen lassen wir uns aber nicht auf die Aeste hinaus und bleiben beim sehr *geringen Aktienanteil* in unseren Portefeuilles. Erst wenn sich die monetären Rahmenbedingungen definitiv ändern und wenn sich zudem auch die Gewinnaussichten der Unternehmungen wieder verbessern, sind wir zu einer grundsätzlichen Aenderung unserer Anlagepolitik bereit.

## **10. Währungen: Euro-Währungen stehen im Vordergrund**

Die zeitlichen Unterschiede in der wirtschaftlichen Situation der grossen Industrienationen USA, Japan und Deutschland und die deshalb divergierenden geldpolitischen Zieleetzungen und Massnahmen der Notenbanken führen zu stets neuen Turbulenzen an den Devisenmärkten. Ein Devisenkurs wird durch viele verschiedene Einflussgrössen bestimmt. Obwohl in bezug auf die Zinsdifferenzen eigentlich alles gegen den US-Dollar sprechen würde, hält dieser sich vorderhand auf einem Niveau von über Fr. 1.40 oder DM 1.60.

Es sind vermutlich in erster Linie weltpolitische Ueberlegungen (Krise in den ehemaligen Ostblockstaaten, Jugoslawien), die die amerikanische Valuta trotz allem attraktiv machen. Der Schweizer Franken hat in den letzten Wochen an Terrain verloren, da weder Zinsdifferenz, Realverzinsung noch Konjunkturdaten für die Schweizerwährung sprechen. Wir erwarten, dass diese Entwicklung noch eine Weile weitergeht und setzen deshalb vermehrt auf Eurowährungen wie DM, hfl und ECU.

### 11. Unsere Anlagepolitik

<i>Nach Anlagekategorien</i>				<i>nach Währungen</i>			
Aktien	Schweiz	5	- 10 %	SFr.	40	- 60 %	
	Europa	5	- 10 %	Euro-Block	30	- 40 %	
	USA, Japan	0	- 5 %	US-\$, £		10 %	
Total Aktien		10	- 25 %				
Obligationen		50	- 75 %				
Edelmetalle und Goldminentitel			5 %				
Liquidität			20 %				



## 12. Geld- und Kapitalmarkt

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

### SFr.-Obligationen

#### Inländische Schuldner

Val.Nr.			Verfall.	Kurs	Rendite
104.864	3 1/2 %	Elektrowatt ex	22.12.95	87.50 %	7.15 %
127.585	3 1/2 %	Zürich Versicherung	15.12.96	85.75 %	6.94 %
110.162	0 %	Roche Holding nachr. ex	15.05.97	69.50 %	6.89 %
100.103	3 1/4 %	Basler Versicherung ex	22.07.97	84.50 %	6.62 %
124.659	4 1/4 %	Winterthur ex	27.07.98	86.00 %	6.94 %
100.256	4 1/2 %	Bâloise Holding ex	14.11.99	84.85 %	7.05 %
018.625	6 3/4 %	CH-Gemeinden S.56	06.12.01	98.60 %	6.95 %
048.988	7 %	Pfandbriefzentrale S.264	10.12.03	100.00 %	7.00 %

#### Ausländische Schuldner (verrechnungssteuerfrei)

533.676	5 3/4 %	Allianz Finance ex	10.05.96	96.00 %	6.81 %
535.005	4 1/4 %	Deutsche Finance ex	09.09.97	87.75 %	6.89 %
597.295	6 1/2 %	E I B	05.08.98	98.60 %	6.76 %
875.444	4 3/4 %	Dow Chemical	02.04.99	83.50 %	7.78 %
559.106	7 1/2 %	Dresdner Bank Int. Fin.	20.03.00	103.00 %	7.00 %
426.781	7 1/4 %	O E K B ex	21.05.02	102.00 %	6.97 %
534.673	2 1/2 %	Bayer Capital Corp ex	30.07.02	69.00 %	6.65 %

#### Obligationen auf fremde Währungen (quellensteuerfrei)

##### DM

291.557	8 %	B R D S.89	20.02.95	97.50 %	8.90 %
536.365	8 1/2 %	Dt. Finance (Dt. Bank)	13.11.96	100.30 %	8.42 %
423.334	5 7/8 %	Oesterreich	13.03.97	90.10 %	8.25 %
476.239	6 %	BFCE (Gar. Frankreich)	26.02.98	88.60 %	8.41 %
294.663	9 %	Deutsche Bundespost	01.09.00	103.75 %	8.37 %
536.370	8 1/4 %	LKB Baden-Württemberg	28.11.01	100.00 %	8.25 %

##### Hfl.

534.099	6 1/4 %	Niederlande	01.05.95	92.10 %	9.01 %
533.632	6 3/8 %	Niederlande	15.12.97	89.20 %	8.75 %
535.331	9 %	Niederlande	15.05.00	101.10 %	8.79 %

##### ECU

309.309	9 %	Lkb Baden-Württemberg	10.10.94	99.45 %	9.21 %
597.626	9 %	Norwegen	01.07.96	99.30 %	9.17 %
435.256	9 1/4 %	E W G	18.03.98	101.20 %	8.97 %
359.971	9 1/8 %	Grossbritannien	21.02.01	101.12 %	8.93 %

*US\$*

481.755	7 3/4 %	Crédit National	29.04.94	103.50 %	6.12 %
865.892	8 1/4 %	Bayer USA Inc.	28.08.96	104.00 %	7.21 %
896.402	3 1/2 %	Roche Holding ex	16.05.01	69.50 %	8.27 %

*£*

360.862	13 3/4 %	British Telecom	14.02.93	103.50 %	10.41 %
554.049	11 %	Deutsche Bank Fin.	19.01.94	101.00 %	10.42 %

## Mittelfristige Anlagen in SFr.

*Terminhefte*

fester Laufzeit, Aenderungen jederzeit vorbehalten)

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

*Kassaobligationen*

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

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