

### **1. Jahreswechsel nach einem Jahr der Wechsel**

Der Jahreswechsel bringt dem Bankkunden jeweils nebst Stapeln von Neujahrwünschen auch die Auszüge über seine Vermögenswerte ins Haus. Der Blick auf die Obligationen- und Aktienanlagen, auf Kursgewinne und -verluste, gelungene und weniger geglückte Währungsentscheide, ergriffene und verpasste Gelegenheiten, mag da und dort auch einige Ueberlegungen zu den Geschehnissen im vergangenen Jahr ausgelöst haben.

In der Tat war ja das Jahr 1991 so ereignisreich wie kaum ein anderes in den letzten 45 Jahren zuvor. Wenn wir bedenken, dass wir vor genau 12 Monaten noch am Vorabend einer kriegerischen Auseinandersetzung gestanden sind, die für viele Experten nur zu einem neuen Vietnam werden konnte! Und wenn wir uns daran erinnern, dass bis vor gut einem Monat noch eine Sowjetunion existiert hat, die Supermacht, die bis vor ganz kurzer Zeit jegliches strategische Denken der ganzen Welt direkt oder indirekt mitbestimmte! Es scheint beinahe, dass wir uns an die vielen Veränderungen schon zu gewöhnen beginnen. Jedenfalls nehmen wir die Ergebnisse einer Nahostkonferenz, einen jugoslawischen Waffenstillstand mehr oder weniger oder auch eine ziemlich tiefgehende Machtkrise in Algerien nur noch mit einem Achselzucken zur Kenntnis. Reizüberflutung und Apathie sind offenbar nahe Verwandte.

### **2. 1991: Das Ende der Achtzigerjahre**

Die tiefgreifenden politischen Strukturveränderungen gingen 1991 einher mit ebenso entscheidenden Änderungen im wirtschaftlichen Umfeld. Man kann sagen, dass mit 1991 ökonomisch gesehen die Achtzigerjahre abgeschlossen worden sind. Dies in erster Linie in bezug auf den extremen Aufbau ausstehender Schulden bzw. die Kreditgewährung durch die Banken. In Amerika, wo sich die Haushalte, der Dienstleistungs- und der Industriesektor, allen voran aber auch der Staat bis über die Ohren verschuldet haben, ist im Privatbereich eine regelrechte "Entschuldungswelle" im Gange. (Was wir mit extremem Schuldenaufbau meinen: dass in den westlichen Industrieländern innerhalb der letzten 10 Jahre das Wirtschaftswachstum um 30 %, die Schulden um 50 bis 80 % zugenommen hatten, in Japan sogar um 120 %!) Das "De-Leveraging", die Rückbesinnung auf die Unternehmenssubstanz, hat einigen Uebertreibungen ein abruptes Ende bereitet. Im Immobiliensektor, im Kunst- und im Luxusgütermarkt sind markante Tieferbewertungen im Gange.

Wenn auch nicht so prägnant, so aber doch auch spürbar, trifft diese Neuausrichtung des Wirtschaftsgeschehens auch

für Europa und Japan zu. Die Halbierung des Nikkei-Indexes innerhalb von 2 Jahren gehört zum Thema "De-Leveraging" wie das Ende eines Herrn Maxwell oder die Bruchlandung eines Werner K. Rey.

Es gilt nun allerdings, diese neue Ausgangslage zu Beginn des Jahres 1992 im Hinblick auf zu tätige Anlage-Entscheide etwas genauer zu analysieren. Unverkennbar ist nämlich, dass trotz eindeutiger Parallelitäten im De-Leveraging auch sehr unterschiedliche Phänomene die Entwicklung in den USA, in Europa und im Fernen Osten kennzeichnen.

### 3. Wohin die Welt steuert ...

Beginnen wir mit einer Lagebeurteilung der globalen, übergeordneten und damit allen gemeinsamen Entwicklungen, um auf diese Weise dann die spezifischen Trends umso klarer herauszuschälen zu können. Im Vordergrund steht hier ganz deutlich der *Zusammenbruch des Weltimperiums Sowjetunion*. Vier Hauptprobleme werden als Folge die Welt über die nächsten zehn Jahre beschäftigen: *Erstens* dürfte mit dem Ende der Ost-West-Konfrontation sich der Rüstungswettlauf verlangsamen und ganz allgemein der *Stellenwert strategischer Machtmittel* an Bedeutung *abnehmen*. Dies hat längerfristig zwar sicherlich einige positive finanzielle Auswirkungen. Man muss aber auch sehen, dass durch diese Entwicklung ein grosses psychologisches Defizit entstanden ist. So haben namentlich die USA ihre unmittelbare Sinngebung als Supermacht verloren, und auch manche unter dem Eindruck östlicher Militärmacht zustande gekommenen und lange Zeit bewährten Bindungen zu und unter den europäischen Alliierten sind obsolet geworden.

*Zweitens* ist unverkennbar, dass das Ende der Sowjetunion eine *weitere Weltregion der Unsicherheit* geschaffen hat. Wenn nicht nach wie vor gewaltige Arsenale und auch entsprechendes Bedienungspersonal vorhanden wären, könnte der Rest der Welt mit dem Achselzucken des Unbeteiligten die schwelenden Konflikte zur Kenntnis nehmen. Die Faktenlage aber zwingt uns, und damit ist namentlich der europäische Kontinent gemeint, mit dem neuartigen Sicherheitsproblem umzugehen.

*Drittens* hat nach aller Erfahrung der Weltgeschichte der Zerfall eines Machtblockes stets Nachfolgeprobleme ausgelöst. Es will scheinen, dass der *militante Islam* iranischer Prägung in den nächsten Jahren versuchen wird, die Lücke zu füllen. Die Ausgangslage für solche Bestrebungen ist nicht schlecht. Es steht eine weitgehend einheitliche und für Machtansprüche geeignete, einfach verständliche und einprägsame Religion zur Verfügung. Extrem unterprivilegierte Massen können problemlos fanatisiert werden. Der Erdölreichtum des mittleren Ostens lässt sich nach wie vor als Waffe gegen die Achillesferse der westlichen Industrienationen einsetzen. Alles in allem ergibt sich eine hochbrisante Mischung. Die vielgepriesene, aber in keiner Weise irgendwie näher definierte "neue Weltordnung" dürfte sich

vorab mit diesen neuen Machtansprüchen zu befassen haben.

*Viertens* ergeben sich auch *neue wirtschaftspolitische Fragestellungen*. Mit der Verselbständigung der ehemaligen Satellitenstaaten und auch der ehemaligen Sowjetrepubliken ist mehr als ein Dutzend neuer und zum Teil völlig verschiedenartiger Wirtschaftssubjekte entstanden. Es gibt nicht mehr einfach nur ein Comecon. Die Verschiedenartigkeit der Wirtschaftssubjekte ruft nach Differenzierung in der Behandlung. Für die industrialisierte Welt werden grosse Anstrengungen im Aufbau von Ost-Know-how anfallen, um die neuen Chancen und Risiken zu bewältigen.

#### **4. ... interessiert nur beschränkt**

Es gibt weitere "Megatrends", langfristige und globale Entwicklungen, die uns im Verlaufe dieses Jahrzehnts in zunehmendem Masse beschäftigen werden: der Nord-Süd-Konflikt, in erster Linie wegen des ungebrochenen Bevölkerungszuwachses in den unterentwickelten Ländern; die Umweltproblematik, vor der sich die Industrieländer nolens volens nicht verschliessen können; das internationale Verbrechertum, das in zunehmendem Masse auch hochzivilisierte Länder unterwandert und deren Institutionen in Frage stellt.

Welche Bedeutung haben nun aber diese Megatrends für die Lagebeurteilung des Anlegers? Eigentlich, so muss man erstaunt feststellen, nur eine geringe. Es handelt sich eben um Entwicklungen, denen man sich, weil sie global und überlagernd sind, *kaum entziehen kann*. Es gibt keine Absicherungsmöglichkeit gegen einen Erdölcrash in den nächsten 5 bis 10 Jahren, und es ist auch schwierig, die demografischen Probleme der Neunzigerjahre irgendwie im Kalkül gebührend zu berücksichtigen. Schon gar nicht kann man sich gegen einen verrücktgewordenen und mit A- und C-Waffen bestückten Drittweltpotentaten wappnen. Megatrends sind interessant, hinterlassen hier und dort ungute Gefühle, müssen in bezug auf plötzlich virulent werdende Sonderentwicklungen stets eng verfolgt werden, können aber die Ueberlegungen des Investors nur sehr beschränkt beeinflussen. Oekonomisch gesprochen handelt es sich bei "Megatrends" um nicht diversifizierbare, "systematische" Risiken.

#### **5. Näherliegend: strukturelle Analysen**

Wenn man von "Megatrends" spricht, so müsste man die spezifischeren, vielfach regional und sachlich beschränkten Entwicklungen "Kilotrends" nennen. Wenn in den USA die Staatsverschuldung erneut stark zunimmt, für Steuersenkungen kaum Raum ist, der Dienstleistungssektor einer markanten Kontraktion unterworfen wird, die rezessiven Anzeichen zu einem mit den Dreissigerjahren vergleichbaren Stimmungstief führen und, wohin das Auge reicht, strukturelle Probleme ihrer Lösung harren, so hat man es mit einer solchen spezifischen, mittelfristigen Entwicklung zu tun. Spezifisch ist auch die durch die deutsche Wiedervereinigung geprägte Situation Europas, das mitten im grossangelegten Integrationsprozess von einer Rezession ereilt wurde und das nun

wegen der "künstlichen" Wirtschaftsaufblähung Deutschlands länger in dieser Kontraktion verharren muss, als dies ohne Wiedervereinigung hätte der Fall sein müssen.

Welchen Einfluss haben solche mittelfristige, spezifische und zumeist strukturelle Entwicklungen auf das Kalkül des Anlegers? Deutlich mehr als die Megatrends. Strukturelle Entwicklungen sagen beispielsweise etwas über die Gewinnaussichten bestimmter Industriezweige aus. Galoppierende Staatsverschuldung lässt auf die künftigen Kapitalmarktverhältnisse schliessen. Wiedervereinigungspendenzen bestimmen die Beschäftigungslage einschlägiger Sektoren.

*Strukturell erklärbar* Situationen sind ökonomisch gesehen *diversifizierbar*, was auch unmittelbar einleuchtet, indem der global orientierte Anleger seine Investitionen zum Beispiel auf verschiedene Weltregionen verteilt.

## **6. Entscheidend: was heute und morgen passiert**

Und dennoch: den effektiven, am Ende des Jahres gemessenen Anlageerfolg haben im Grunde genommen eben doch in erster Linie die relativ *kurzfristigen Bewegungen* bestimmt. Und auch die Ueberlegungen, was nun als nächstes zu tun wäre, müssen sich an relativ Kurzfristigem orientieren. Wenn zum Beispiel trotz mieser Wirtschaftsaussichten zu Beginn dieses Jahres Wall Street Rekorde schlägt, dann ist dies weder mit Megatrends noch mit strukturellen Entwicklungen zu erklären - ganz im Gegenteil! -, sondern mit der auf den Wahltermin ausgerichteten lockeren Geldpolitik des Fed. Die kurzfristigen Zinssätze sind im US-Dollar mittlerweile auf 3 1/2 % gesunken. Das Wall-Street-Rallye ist geldpolitisch bedingt und muss in bezug auf den weiteren Verlauf auch geldpolitisch beurteilt werden.

Solche weitgehend auf zyklische Veränderungen zurückzuführende kurzfristige Entwicklungen stehen in der Analyse also letztlich im Vordergrund. Deshalb: Wie "unberechtigt" wir gewisse Kursentwicklungen aufgrund der fundamentalen Daten auch erachten, so erklärbar sind sie eben aus kurzfristigen und von tieferliegenden Fakten oftmals abgekoppelten Trends.

Das Jahr hat mit überraschend *positiven Aufwärtsbewegungen* an den amerikanischen und den europäischen Börsen begonnen. Im Hintergrund steht dabei, wie gesagt, die aggressive *Lockerungspolitik der amerikanischen Notenbank*. Die Zinsdifferenzen im kurzfristigen Bereich zwischen der US-Valuta und der Deutschen Mark sind so hoch wie noch nie. Es ist absehbar, dass diese Zinsdivergenz sich wieder in Richtung einer Zinsparität verringert. Markante Zinserhöhungen sind im Dollar wenig wahrscheinlich, weil dies vom amerikanischen Wähler ungnädig aufgenommen würde. Eher wahrscheinlich und im (an langfristigen Zinssätzen orientierten) deutschen Rentenmarkt auch bereits vorweggenommen ist eine Bewegung bei den DM-Zinsen nach unten. Darauf warten die übrigen Länder Europas, inklusive die Schweiz, schon sehnsüchtig, denn die hohen Zinssätze üben auf die Wirtschaftsentwicklung bereits einen gefährlich werdenden Druck aus.

## 7. Geldspritzen für gute Börsen

Die Börsen sind also monetär stimuliert. Das wirtschaftliche Umfeld ist jedoch rezessiv; die Unternehmensgewinne werden während längerer Zeit enttäuschend sein. Ist die Börse deshalb besonders absturzgefährdet? Nein und Ja. Nein, weil nach bisheriger Erfahrung im Laufe jeder Rezession ein monetärer Schub und eine dementsprechende Hausse eingetreten ist. *Boomende Kurse in rezessivem Umfeld* sind keine Ausnahme. Und die Kursgewinne können sogar von Bestand sein, wenn die Erholung der Wirtschaft dann auch wirklich darauf folgt. Hierin liegt nun eben aber auch ein Grund zu etwelcher Skepsis. In den USA, wo vorab strukturelle Gründe die Rezession ausgelöst haben, ist es sehr fraglich, ob tiefe Zinssätze das wahre Mittel für eine nachhaltige Erholung seien. Uns scheint, als ob das Fed zugunsten eines guten Wahlresultates des amtierenden Präsidenten ein Strohfeder entfacht hätte. Die tieferliegenden Probleme harren aber weiterhin einer Lösung.

Für Europa sieht das Szenario positiver aus. Die strukturellen Probleme wiegen auf unserem Kontinent ungleich weniger schwer. Die *derzeitigen Inflationsraten* in der Bundesrepublik Deutschland und in der Schweiz werden als Folge rezessiver Tendenzen *rückläufig* sein. Wir rechnen für die Schweiz bald mit einer Inflationsrate von 4 bis 4 1/2. Auch in Deutschland dürfte der Teuerungsdruck bis Mitte Jahr schwächer werden. Einen gewissen Unsicherheitsfaktor bildet dort vorläufig noch die Kraftprobe zwischen Arbeitgebern und Gewerkschaften. Die Auswirkungen massiver Gehaltserhöhungen wären in bezug auf den Rückgang der Teuerungsrate verzögernd und im Hinblick auf die rezessiven Tendenzen verschärfend. Wie auch immer, das monetäre Umfeld wird sich über kurz oder lang verbessern.

## 8. Zinsrückgang mit doppeltem Effekt

Rückläufige Zinsen können vom Anleger in zweifacher Hinsicht genutzt werden. Zum einen werden sich die gedrückten Obligationenkurse verbessern. Je länger die Laufzeit (resp. die Duration), desto markanter der Kursgewinn. Dies kann durchaus lukrativ sein. Wer beispielsweise seit Anfang 1991 DM-Obligationen mit einer Laufzeit von 10 Jahren im Portefeuille hatte, konnte in einem Jahr einen Gesamtertrag (Zinsen plus Kursgewinn) von 11,6 % verbuchen. In Schweizerfranken umgerechnet betrug der Gewinn wegen der positiven Wechselkursentwicklung gar 16,7 %! Wir wagen die Voraussage, dass *Anlagen in langfristigen DM-, ECU-, hfl- und auch SFr.-Obligationen* 1992 wiederum *sehr interessant* sein werden. Voraussetzung ist in einer rezessiven Weltwirtschaft natürlich eine einwandfreie Schuldnerqualität.

Für die Aktienbörsen sind wir, erstmals seit längerer Zeit, nun unter Vorwegnahme einer etwas lockeren Geldpolitik wieder positiver gestimmt. Unser Augenmerk geht dabei vor allem in Richtung *zinssensitiver Werte*. Ein Rückgang bei den Zinsen würde in erster Linie den Bankaktien, den Versiche-

rungswerten und gewissen zyklischen Valoren helfen. In der Schweiz bauen wir Positionen bei SBG, Baer Holding, Winterthur Versicherungen, Zürich Versicherung und Bâloise auf. Nach wie vor sind aber auch die Chemie- bzw. Pharmawerte wie Roche, Ciba-Geigy und Sandoz gefragt, und in diesem Sektor hat Ems noch ein gewisses Aufholpotential. Nestlé-Aktien sind wegen dem möglichen Split unter neuem Aktienrecht interessant.

In Deutschland kaufen wir wegen den Auseinandersetzungen am Arbeitsmarkt keine Industriewerte, sondern setzen in erster Linie auch auf zinssensitive Aktien. Im Vordergrund stehen für uns Deutsche Bank, Allianz, Hochtief (Bau) und Veba.

Von Aktienengagements an der Wall-Street sehen wir dagegen ab, weil uns das Niveau verletzlich erscheint.

### 9. Weitere Währungsschwankungen voraussehbar

Im Währungssektor sind wir nach wie vor grossen Turbulenzen ausgesetzt. Nach der extremen Zinssenkung des Fed von Ende Jahr geriet die US-Valuta unter Druck, und in diesem Jahr machte sie wieder einiges an Terrain gut. Die Zinsdifferenz spricht weiterhin gegen den Dollar, an der Kaufkraftsparität zu den Euro-Währungen gemessen ist der US-\$ jedoch billig, und es gibt auch einige andere Gründe, die für die amerikanische Währung sprechen, so vor allem sicherheitspolitische Bedenken im Hinblick auf den weiteren Zerfall des Sowjetimperiums. Aufgrund dieser wenig klaren Ausgangslage ist nach wie vor mit *hohen Währungsvolatilitäten* zu rechnen. Die europäischen Währungen DM, ECU und hfl sind in den letzten Monat wegen der Zinsvorteile im Vordergrund gestanden. Vorderhand spricht nicht viel dagegen, dass dies nicht so bleiben wird, und deshalb behalten wir den hohen Anteil an Eurowährungen in unseren Portefeuilles bei.

### 10. Anlagepolitik

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

## 11. 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	89.75 %	6.54 %
127.585	3 1/2 % Zürich Versicherung	15.12.96	87.90 %	6.45 %
110.162	0 % Roche Holding nachr. ex	15.05.97	71.50 %	6.50 %
124.659	4 1/4 % Winterthur ex	27.07.98	88.25 %	6.51 %
100.256	4 1/2 % Bâloise Holding ex	14.11.99	87.75 %	6.55 %
018.625	6 3/4 % CH-Gemeinden S.56	06.12.01	100.50 %	6.68 %
048.988	7 % Pfandbriefzentrale S.264	10.12.03	102.00 %	6.75 %
090.404	4 1/4 % S B G	25.06.04	78.00 %	6.94 %

#### Ausländische Schuldner (verrechnungssteuerfrei)

533.676	5 3/4 % Allianz Finance ex	10.05.96	97.00 %	6.56 %
535.005	4 1/4 % Deutsche Finance ex	09.09.97	89.75 %	6.47 %
880.817	7 1/4 % I A D B	21.01.02	102.75 %	6.86 %
875.444	4 3/4 % Dow Chemical	02.04.99	86.00 %	7.31 %
559.106	7 1/2 % Dresdner Bank Int. Fin.	20.03.00	104.00 %	6.84 %
426.781	7 1/4 % O E K B ex	21.05.02	103.00 %	6.83 %
534.673	2 1/2 % Bayer Capital Corp ex	30.07.02	70.50 %	6.44 %

#### Obligationen auf fremde Währungen (quellensteuerfrei)

##### DM

291.557	8 % B R D S.89	20.02.95	98.90 %	8.41 %
597.393	8 5/8 % Montanunion	19.12.96	102.75 %	7.92 %
638.732	6 1/4 % Australien	01.03.96	93.75 %	8.09 %
597.643	8 1/4 % Norwegen	03.02.97	100.25 %	8.18 %
557.904	8 1/2 % Bertelsmann Fin.	03.12.98	100.35 %	8.42 %
536.370	8 1/4 % LKB Baden-Württemberg	28.11.01	100.80 %	8.12 %
291.580	8 1/2 % B R D	20.02.01	103.45 %	7.95 %

##### Hfl.

533.632	6 3/8 % Niederlande	15.12.97	91.35 %	8.28 %
533.669	8 1/4 % Niederlande	15.02.00	99.50 %	8.33 %
535.353	9 % Niederlande	15.01.01	104.10 %	8.33 %

*ECU*

309.309	9	%	Lkb Baden-Württemberg	10.10.94	100.25 %	8.86 %
597.626	9	%	Norwegen	01.07.96	101.50 %	8.56 %
435.256	9 1/4	%	E W G	18.03.98	104.25 %	8.33 %
359.971	9 1/8	%	Grossbritannien	21.02.01	105.00 %	8.31 %

*US\$*

536.364	6 1/2	%	Toyota Motor Fin.	15.11.94	102.50 %	5.51 %
896.402	3 1/2	%	Roche Holding ex	16.05.01	72.37 %	7.77 %

*£*

360.862	13 3/4	%	British Telecom	14.02.93	103.25 %	10.35 %
554.049	11	%	Deutsche Bank Fin.	19.01.94	101.62 %	10.06 %

## Mittelfristige Anlagen in SFr.

*Terminhefte Wegelin & Co.*

(Anlagen mit fester Laufzeit, Änderungen jederzeit vorbehalten)

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

*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