

### **1.    Zeit der Umschichtungen**

Die internationalen Finanzmärkte sind in den letzten zwei Monaten ziemlich stark in Bewegung geraten. Der lange prognostizierte, im US-Dollar-Bereich bereits schon vor zwei Jahren in Gang gekommene Trend zu tieferen Zinsen globalisiert sich zusehends. Namentlich im Umfeld der Deutschen Mark werden von den Obligationenmärkten Zinssenkungen und eine Umkehrung der Zinsstruktur von invers (d.h. kurzfristige Zinssätze höher als langfristige) auf normal (d.h. langfristige Zinssätze höher als kurzfristige) vorweggenommen.

Im gleichen Zug haben die Aktienbörsen zu einer recht kräftigen Höherbewertung angesetzt. Seit Dezember letzten Jahres ist der Dow Jones Index um 10 %, der deutsche DAX um 12 % und der Swiss Market Index gar um 14 % angestiegen. Diese Bewegung ist eindeutig durch monetäre Mechanismen erklärbar. Rückläufige Zinssätze reduzieren die Attraktivität von Anlagen wie Festgeldern, Geldmarktpapieren usw., vermindern die relativen Kosten für ein Engagement im Aktienmarkt und machen die Börsen deshalb für den Anleger interessanter. Eine weniger restriktive Geldpolitik hilft in einer ersten Phase vor allem dem Finanzsystem und wirkt sich erst später auf die anderen Branchen aus.

Zwischen den Währungen sind seit 1991 teilweise sehr hohe Zinsunterschiede entstanden. Im US-\$ rentiert eine kurzfristige Anlage beispielsweise gerade noch 4 %, in der DM sind es immer noch über 9 % für Festgelder bis zu drei Monaten Laufzeit. Die Vorwegnahme der Reduktion dieser Zinsdifferenz hat in den letzten Wochen dem Dollar Auftrieb gegeben; ob diese Tendenz weiter anhalten wird, hängt allerdings auch noch von einigen anderen Faktoren ab (wie z.B. den Ausichten auf eine tatsächliche Gesundung der amerikanischen Wirtschaft und vice versa dem Ausmass der zu erwartenden Rezession in Deutschland).

Der Anleger wird in einer solchen Phase des Umbruchs vor ein paar nicht ganz einfache Entscheidungen gestellt. Soll er und, wenn ja, wann, die Anteile von Liquidität, Obligationen, Aktien am Gesamtvermögen verändern? Muss er den Anteil an Fremdwährungen erhöhen? Was soll er mit Anlagen anfangen, die er in früheren Zeiten einmal viel teurer gekauft hat? Soll er die Verluste zugunsten eines neuen, vielversprechenden Engagements "realisieren"? In der Folge wollen wir auf einige dieser Fragen etwas eingehender eingetreten.

## **2. Die Crux mit den Einstandspreisen**

Wenn ein Anleger eine Aktie oder eine Obligation zu einem bestimmten Kurs gekauft hat und einige Zeit später die geltenden Börsenkurse mit dem Kaufkurs vergleicht, dann bewertet er implizit seinen damaligen Anlageentscheid. Sind die Kurse gestiegen, war der Entscheid vermutlich nicht ganz falsch, sind sie gesunken, so ärgert man sich über die Investition. Der Vergleich mit Einstandskursen ist eine einfache Art der Performance-Kontrolle. Dagegen ist sicher nichts einzuwenden.

Wenn es nun aber darum geht, neue Anlageentscheide zu treffen - sind dann Einstandskurse relevant oder nicht? Sie sind es nicht, und dies ist ökonomisch auch sehr einfach erklärbar. Die Erfahrung des Anlageberaters zeigt aber, dass wohl die Mehrzahl der Investoren offen oder implizit dennoch die Einstandskurse als Grundlage ihrer Anlageentscheide benutzen. Und nicht nur Investoren! Auch Anlageberater tun dies, sei es aus Unkenntnis, sei es aus Höflichkeit gegenüber ihren Kunden.

Zur Illustration diene für einmal ein etwas weiter hergeholtes kleines Beispiel.

### **Die Geschichte vom Junker und seinen Mähren**

Zur Zeit Kaiser Karls des Fünften lebte in Pommern ein Junker, der durch Tapferkeit und andere hohe Tugenden in kaiserlichen Diensten das ansehnliche Vermögen von eintausend Talern erworben hatte. Mit diesem Geld in der Satteltasche kehrte er auf sein angestammtes Gut zurück, beseelt vom innigen Wunsch, den schönsten Pferdestall mit den stolzesten Rössern sein Eigen nennen zu dürfen.

So machte er sich auf in die nahegelegene Stadt, um auf dem halbjährlich abgehaltenen Pferdemarkt zwanzig Pferde zu erwerben. Am Abend kehrte er mit grossem Stolz und viel Befriedigung und mit zwanzig Pferden auf sein Gut zurück. Unter Einsatz all seiner Kräfte und Dienstleuten kümmerte er sich fortan um seine Vierbeiner.

Nach einiger Zeit war aber nicht zu verkennen, dass einige der Tiere frischer und stärker waren als andere, unter denen ein paar sogar zu lahmen begannen. So machte sich der Junker nach einem Jahr mit seinen Pferden wieder auf in die Stadt, in der Absicht, seinen Stall mit neuen Tieren aufzufrischen.

Die Pferde fanden auf dem Markt viel Beachtung; das heisst: einige seiner Tiere. Die Schönsten, Stärksten, Aufrechtsten. Es waren viele Käufer zur Stelle, die halblahmen Gäule aber wurden

kaum eines Blickes gewürdigt. Nun wäre unser Junker eigentlich gerne gerade diese letzteren losgeworden, allein, er erinnerte sich noch des hohen Kaufpreises, und es reute ihn sehr, diesen Verlust auf sich nehmen zu müssen. So verkaufte er denn seine guten Pferde, kehrte mit ein paar neuerworbenen und den halblahmen Gäulen zurück und glaubte, geschickt gehandelt zu haben.

So verliefen seine Marktbesuche Jahr für Jahr, und schliesslich lagen im einst so stolzen Stall des Junkers nur noch alte, kranke, lahrende Mähren. Die letzten Lebensjahre verbrachte der Junker in grossem Gram, grübelnd über der Frage, was er in seinem Leben denn falsch gemacht hatte.

### **3. "sunk costs are no costs" - vergangene Kosten sind keine Kosten!**

Man bedauert den Junker natürlich um seine letztlich kurz-sichtige und auf falschen Grundlagen beruhende Sparsamkeit. Nur: im Anlagesektor ist dieses Verhalten eben doch fast Usanz. Nehmen wir einmal an, eine Pensionskasse habe im Jahr 1986 für Fr. 1 Mio. eine zehnjährige Obligation mit einem Coupon von 4 1/2 % zu pari erworben. Im Jahr 1991, auf den Höhepunkt in den Schweizerfrankenzinsen, notierte die Obligation noch mit einem Kurs von 89 %. Nun hätte die Pensionskasse eigentlich den lahmen 4,5-Prozent-Gaul eliminieren, das heisst verkaufen und an seiner Stelle ein 7 1/2-Prozent-Rennpferd für die nächsten 10 Jahre erwerben können. Sie hat es aber nicht getan. Weshalb?

Weil in den Büchern der Pensionskasse der Kursverlust von mehr als 10 Prozenten auf der Obligation (oder 100'000 Franken) noch "nicht realisiert" war, das heisst, das Wertpapier noch zu pari in den Büchern stehen durfte. Hätte der Pensionkassenverwalter den Verkauf getätigt, dann hätte er auch den Verlust "realisieren" müssen, was in Buchhaltung und Jahresrechnung dann sichtbar geworden wäre, und man hätte dem armen Verwalter möglicherweise den Vorwurf unvorsichtiger Geschäftsführung gemacht.

Dabei ist es ökonomisch ja völlig klar, dass es an sich keinen Verlust zu realisieren gibt, der bereits früher eingetreten ist. Wo Kosten einmal entstanden sind, da entstehen sie ökonomisch kein zweites Mal. Das Konzept von der Gewinn- und Verlustrealisierung macht ökonomisch keinen Sinn. Sunk costs are no costs.

### **4. Einstandskurse und das Wetter von morgen ...**

Dasselbe gilt auch für Investitionen im Aktienmarkt. Selbstverständlich interessiert jeden Anleger, wieviel er bisher mit einer Aktie verdient oder verloren hat. Aber für den weiteren Kursverlauf kümmert es eben herzlich wenig, zu welchem Preis Herr Hinz oder Herr Kunz ihre Roche-Genuss-scheine gekauft haben. Der Kursverlauf einer Aktie wird

nicht auf den Einstandspreis eines einzelnen Käufers Rücksicht nehmen. Einstandspreise haben mit künftigen Kursen ungefähr so viel zu tun wie mit dem morgigen Wetter, nämlich nichts.

Es müsste empirisch nachweisbar sein, dass Anleger, die ihre Entscheide konsequent nach dem Einstandspreis-Prinzip ausrichten, auf die Länge alte, lahmgewordene Mähren in ihren Portefeuilles konzentrieren, weil sie der Entscheid, von einem billig gewordenen Gaul auf ein Rennpferd umzusteigen, regelmässig reut. Beziehungsweise: sie haben insgeheim den entstandenen Kursverlust noch "nicht realisiert" und führen eine von den Gegebenheiten des Marktes weit entfernte Buchhaltung.

Entsprechend fragwürdig wie die Ausrichtung auf Einstandspreise sind dann selbstverständlich auch davon abgeleitete Prinzipien wie das "Averaging-down", das "den Einstandspreis reduziert", indem bei Titeln mit eingetretenen Kursverlusten noch weitere zu tieferen Kursen hinzugekauft werden. Man fügt dem lahmgewordenen Gaul also noch einen zweiten hinzu und hofft dann, beide zusammen würden eher wieder gesund.

#### **5. Was wirklich relevant ist**

Nun wird natürlich eingewendet, was denn anstelle der Einstandspreise die einzelnen Investitionsentscheide leiten soll. Wir versuchen in unserer Anlagestrategie die wesentlichen Grundtendenzen in einem Wirtschaftssystem zu erkennen und die spezifischen Entscheide grosso modo darauf auszurichten. Da die Marktbewegungen häufig von den grossen Linien abweichen und an den Märkten wellenartige Entwicklungen üblich sind, muss im konkreten Fall zwischen der Ausrichtung auf den "Megatrend" (vgl. unseren Anlage-Kommentar Nr. 144 vom 21. Januar 1992) und der gerade im Gang befindlichen Marktentwicklung optimiert werden.

Was also wirklich zählt, sind die Erwartungen sowohl für die nähere (Timing) wie auch für die entferntere Zukunft (Grundtrend) und nicht irgendwelche zufällig zustandegekommenen Vergangenheitswerte. Wer auf Einstandspreise setzt, kann seine Vermögensverwaltung geradesogut einem Archäologen überlassen.

#### **6. Was ist aber hier und jetzt relevant?**

Eine der Schlüsselgrössen ist die wirtschaftliche Grosswetterlage, die sich in Europa, inklusive Deutschland, deutlich verdüstert. Während in den Jahren 1990/91 in der BRD beispielsweise der Auftragseingang bei den Industriefirmen, die Produktion und der Konsum alle noch Zuwachsraten von 5 bis 15 % aufgewiesen hatten, sanken diese Indikatoren zu Beginn dieses Jahres auf Null oder gar darunter.

Noch schlechter präsentiert sich die Lage in der Schweiz, wo die gleichen Wirtschaftsindikatoren schon seit einem Jahr negativ tendieren. Vorderhand zeichnen sich noch nirgends Silberstreifen am Horizont ab. In diesem Zusammenhang sind Aussagen gewisser Konjunkturforschungsstellen mit Vorsicht zu geniessen. Wenn man nämlich in einen "leading indicator" die

Entwicklung an den Aktienbörsen einschliesst, dann müssen angesichts der positiven Kursentwicklung der letzten Monate automatisch Verbesserungen eintreten, ohne dass sich aber in der Gesamtwirtschaft irgend etwas wesentliches verändert hätte. Wir erwarten vor 1993 keine Erholung der Schweizer Wirtschaft.

Die abgeschwächte wirtschaftliche Grosswetterlage hat Implikationen auf die Zinsentwicklung. Wie wir schon verschiedentlich dargelegt haben, ist eine sinkende Tendenz bei rückläufiger Kreditnachfrage unumgänglich. Es ist auch abzu- sehen, dass die inverse Zinsstruktur ihr Ende findet, dass also kurzfristige Anlagen wieder tiefere Renditen erzielen als längerfristige. Nun muss man sich aber im klaren sein, dass solche Entwicklungen nicht von heute auf morgen geschehen, Rückschlägen ausgesetzt sind und meistens wellenartig verlaufen. Der sehr hohe Mittelbedarf der öffentlichen Hand sowohl in Deutschland wie auch in der Schweiz verlangsamt den Trend und sorgt auch immer wieder für Verunsicherungen. Genau dies konnte in den letzten Monaten an den Finanzmärkten verfolgt werden. Nach dem namhaften Zinsabschlag in SFr. und DM von anfangs Jahr kam die Entwicklung nun zum Stillstand oder war sogar rückläufig. Wir sind aber der Meinung, dass sich am Grundtrend nichts ändert.

#### **7. USA: Megadosen auf der Intensivstation**

Die Talfahrt der US-Wirtschaft ist dem Leser bei früherer Gelegenheit eingehend dargestellt und erklärt worden. Es sei hier nur ein uns wichtig erscheinender Umstand nochmals hervorgehoben: Der Weg in die Rezession begann in den USA dieses Mal nicht bei (und wegen) einem hohen Zinsniveau. Ein Vergleich mit den Rezessionen von 1974 und 1982 ist deshalb nur bedingt möglich. Damals betrugen die Zinssätze am Ende des Zyklus jeweils 14 bzw. über 18 % im kurzfristigen Bereich; 1990 notierten sie bei 8 %, um in der Folge laufend zu sinken. Die Gründe für die Rezession sind also keineswegs monetärer, sondern struktureller Natur. Darunter fallen Fehlallokationen im Finanzsystem (übermässige Verschuldung praktisch aller Sektoren), wachstumshemmende legislatorische Ueberregulierung, demografische und soziale Verteilungsprobleme.

Wenn nun also zutrifft, dass zu hohe Zinssätze nicht Auslöser für die derzeitige Rezession waren, dann stellt sich natürlich die Frage, ob die massiv und sehr künstlich gesenkten Zinsen die richtige Remedur für die US-Wirtschaft seien. Es kommt uns so vor, als würde man einem schwerkranken Patienten eine Unmenge aufputschender Nährlösung zuführen, um ihm für die allernächste Zeit zu einem guten Aussehen zu verhelfen. Was nachher geschehen wird, interessiert vorderhand niemand.

Und weshalb diese Rosskur? Weil in diesem Jahr eben noch Wahlen bevorstehen, und weil das Fed als Notenbank keineswegs so unabhängig von der Bush-Administration ist, wie das die Monetaristen gerne sähen und das Fed selber vorgibt. Die Geldmengenaggregate M1 und M2 sind in den letzten Monaten

stark angestiegen. Der Patient hat tatsächlich rote Wangen bekommen. Die Konsumdaten, die "Housing starts", sogar die Autoverkäufe haben sich alle leicht verbessert.

Für den weiteren Verlauf, das heisst für die Zeit nach den Wahlen, kann man vorderhand nur mutmassen. Es ist möglich, dass die monetäre Gewaltdosis dem Patienten tatsächlich hilft, etwa dann, wenn das öffentliche Vertrauen in die Zukunft wieder aufgefangen würde. Das Gegenteil, das heisst ein Wiederabtauchen in eine weitere Rezession, wäre allerdings auch durchaus denkbar. Auf die Megadosis Medizin wäre dann nicht die notwendige Therapie gefolgt.

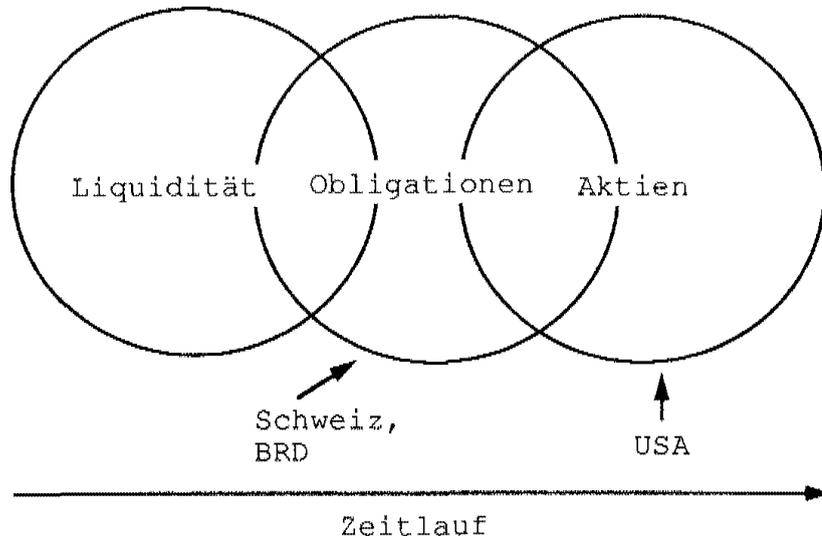
Wir werden oft gefragt, ob die sehr lockere Geldpolitik des Fed nicht bald einmal zu einem Ansteigen der Inflation führen könnte. Vorderhand sehen wir dafür wegen der üblichen Zeitverzögerung von 2 bis 3 Jahren noch wenig Gefahr. Auch von der Rohstoffpreisseite ist bis auf weiteres kein Teuerungsschub zu erwarten.

#### **8. Aktienbörsen: weiteres Potential vorhanden**

Dass die Aktienbörsen in rezessivem Umfeld zu boomen beginnen, ist nach dem Gesagten verständlich. Zinssenkungen stimulieren die Börsen wegen der fallenden Opportunitätskosten, und weil sie Balsam für das Finanzsystem sind. Es kann sogar sein, dass negative Wirtschaftsnachrichten (z.B. über Gewinneinbrüche von Unternehmungen) für zusätzliche Freude an den Börsen sorgen, weil damit Erwartungen für weitere monetäre Geldspritzen geweckt werden.

In unserer Anlagepolitik wollen wir diese monetäre Phase an den Börsen durchaus nutzen, wenn wir uns auch bewusst sind, dass sie nicht ewig dauern kann und dass der Zeitpunkt kommt, in dem die Märkte wieder positive Unternehmensdaten sehen wollen. Man spricht in diesem Zusammenhang vom Uebergang von "liquidity-driven" zu "earnings-driven". Wir dehnen den Aktienanteil in unseren Portefeuilles deshalb nicht übermässig aus. Dies unter anderem auch, weil Obligationenanlagen ebenfalls sehr gute Gewinnaussichten versprechen und weit weniger risikoreich sind.

Bildlich kann man unser Anlagemodell etwa so darstellen:



Wir bevorzugen im übrigen die europäischen Börsen, da uns deren Potential weit eher gegeben scheint als in den USA. Die europäischen Börsen haben im Gegensatz zu Wall Street den Indexhöchststand der späten 80er-Jahre noch nicht erreicht. Die Schweizer Börse liegt beispielsweise noch um rund 12 % unter dem Höchststand vom September 1987, in Deutschland beträgt der Rückstand zum März 1990 noch rund 13 %.

#### **9. Euro-Währungen noch stets mit Vorzügen**

Die Schwäche des Schweizerfrankens in den vergangenen zwei Monaten war in erster Linie auf die Abhängigkeit vom Geschehen im DM-Bereich zurückzuführen. So lange die deutsche Bundesbank eine restriktive Geldpolitik aufrechterhält, sprechen die Zinsdifferenzen gegen den Franken. Andere Argumente, die Schweizer Währung aufzubauen oder zu halten, wie etwa sicherheitspolitische Erwägungen oder die früher herausstechende politische Vorbildlichkeit der Schweiz, sind eher in den Hintergrund getreten. Die Hauptexposition unserer Portefeuilles besteht deshalb in Währungen des Euro-Blocks (ECU, DM, hfl).

Im US-Dollar sehen wir durchaus einiges Kurspotential, da die Märkte an den tatsächlichen Wiederaufschwung zu glauben scheinen. Allein, uns fehlen in der amerikanischen Valuta attraktive Anlagemedien, so dass wir den Dollar-Anteil dort, wo Kunden dies wünschen oder zulassen, höchstens derivativ schaffen.

**10. Anlagepolitik von Wegelin & Co.**

<i>Nach Anlagekategorien</i>					<i>nach Währungen</i>				
Aktien	Schweiz	10	- 25	%	SFr.	40	- 50	%	
	Europa	10	- 20	%	Euro-Block	40	- 60	%	
	USA, Japan		0	%	US-\$, £	0	- 10	%	
Total Aktien		20	- 35	%					
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	90.00 %	6.54 %
127.585	3 1/2 % Zürich Versicherung	15.12.96	88.00 %	6.49 %
898.674	7 1/2 % Sulzer Bros. Inc.	29.11.96	100.25 %	7.42 %
588.077	2 1/2 % Bank in Liechtenstein ex	10.03.97	83.00 %	6.58 %
124.659	4 1/4 % Winterthur ex	27.07.98	89.00 %	6.39 %
100.256	4 1/2 % Bâloise Holding ex	14.11.99	88.25 %	6.48 %
015.757	6 1/2 % Schweiz. Eidgen.	05.02.02	100.80 %	6.39 %
097.921	7 % ABB ASEA Brown Boveri	06.02.02	100.90 %	6.87 %

#### Ausländische Schuldner (verrechnungssteuerfrei)

533.676	5 3/4 % Allianz Finance ex	10.05.96	96.75 %	6.65 %
535.005	4 1/4 % Deutsche Finance ex	09.09.97	90.00 %	6.45 %
880.817	7 1/4 % I A D B	21.01.02	104.10 %	6.67 %
875.444	4 3/4 % Dow Chemical	02.04.99	86.00 %	7.35 %
559.106	7 1/2 % Dresdner Bank Int. Fin.	20.03.00	104.75 %	6.72 %
426.781	7 1/4 % O E K B ex	21.05.02	104.00 %	6.69 %
534.673	2 1/2 % Bayer Capital Corp ex	30.07.02	71.75 %	6.27 %

#### Obligationen auf fremde Währungen (quellensteuerfrei)

##### DM

291.557	8 % B R D S.89	20.02.95	99.25 %	8.29 %
638.732	6 1/4 % Australien	01.03.96	93.65 %	8.17 %
597.643	8 1/4 % Norwegen	03.02.97	100.70 %	8.07 %
536.433	8 % Dresdner Finance BV	17.03.98	99.75 %	8.05 %
536.370	8 1/4 % LKB Baden-Württemberg	28.11.01	102.10 %	7.92 %
291.580	8 1/2 % B R D	20.02.01	104.00 %	7.86 %

##### Hfl.

533.632	6 3/8 % Niederlande	15.12.97	92.20 %	8.11 %
533.669	8 1/4 % Niederlande	15.02.00	100.40 %	8.18 %
535.353	9 % Niederlande	15.01.01	104.90 %	8.20 %

##### ECU

309.309	9 % Lkb Baden-Württemberg	10.10.94	100.25 %	8.85 %
597.626	9 % Norwegen	01.07.96	101.87 %	8.44 %
882.065	8 1/2 % KfW Int. Finance	12.02.97	100.20 %	8.45 %
359.971	9 1/8 % Grossbritannien	21.02.01	104.75 %	8.35 %

## US\$

536.364	6 1/2 %	Toyota Motor Fin.	15.11.94	101.40 %	5.91 %
896.402	3 1/2 %	Roche Holding ex	16.05.01	71.20 %	8.04 %

## £

360.862	13 3/4 %	British Telecom	14.02.93	103.25 %	10.01 %
554.049	11 %	Deutsche Bank Fin.	19.01.94	101.75 %	9.32 %
435.167	10 %	E I B	03.02.97	102.00 %	9.47 %

## Mittelfristige Anlagen in SFr.

## Terminhefte

fester Laufzeit, Aenderungen jederzeit vorbehalten)

3 - 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 - 6 3/4 % je nach Institut und Laufzeit

## Kurzfristige Anlagen

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

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

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