

1. Unced: Nichts Neues für die Umwelt

Die Erhaltung einer Umwelt, die der heutigen und auch künftigen Generationen ein Leben auf diesem Planeten ermöglicht, ist von dermassen zentraler existentieller Bedeutung, dass es uns berechtigt erscheint, aus Anlass des "Erdgipfels" von Rio einige Gedanken darüber zu äussern. Wie nicht anders zu erwarten war, vermögen die Resultate der Umweltgespräche anlässlich der Unced in keiner Weise zu befriedigen. Oekopolitische Rhetorik, oft gerade von den grössten Umweltverschmutzern am lautstarksten vorgetragen, beherrscht die Szene. Die Amerikaner mit ihrem eher pragmatisch-realistischen Ansatz wurden ins Offside des Gipfels gedrängt, im Endeffekt verbleiben ein paar mehr oder minder bedeutungslose Konventionen. Eine verpasste Chance also.

Der Grund dazu liegt unseres Erachtens in der *mangelnden Analyse der Umweltproblematik*, beziehungsweise in der mangelnden Kenntnisnahme an sich vorhandener, hochinteressanter Analyseansätze. Das Umweltproblem ist, unter anderem, ein Problem des rasanten Verbrauchs nicht oder nur schwer und langsam erneuerbarer Ressourcen. Erdöl, Rohstoff für die meisten Chemikalien, Medikamente, Kunststoffe usw., wird zu derartigen Schleuderpreisen auf den Markt gebracht, dass es in erster Linie der Verbrennung zugeführt wird und es sich kaum lohnt, Anstalten zur ernsthaften Energieersparnis zu treffen. Urwaldbäume werden in ihren Ursprungsländern dermassen radikal abgeholzt, dass keine neuen Bäume mehr nachwachsen können und das Land verödet. Die abgeholzten Bäume sind so billig, dass das qualitativ an sich sehr wertvolle Material zu Schalbrettern für japanische Baustellen verarbeitet wird. Zwei Beispiele, stellvertretend für tausende, die recht eigentlich die Umweltproblematik ausmachen. Das *Verschleudern wertvoller Ressourcen* ruft nach einer ökonomischen Erklärung. Denn wenn der klassische mikroökonomische Ansatz auch in diesen Belangen Geltung haben soll, dann muss das "zu billige" Weggeben von Ressourcen durch besondere Konstellationen erklärbar sein.

2. Zentrale Bedeutung von Eigentumsrechten

Diese besonderen Konstellationen, dies eben der hochinteressante Analyseansatz, liegen in der mangelnden Festlegung und Durchsetzbarkeit von Eigentumsrechten an den Ressourcen. Wenn jemand eine Erdölquelle besitzt und davon ausgehen kann, dass nach allen Erfahrungen und nach aller Vorsehbarkeit auch seine Kinder und Kindeskinde noch Erdölquellenbesitzer sein werden, dann wird er mit seinem Besitz anders umgehen als jemand, der jeden Augenblick mit der Konfiskation seiner Güter rechnen muss. Oekonomisch gesehen zieht der Langzeitbesitzer die künftig erzielbaren Erdöl-

preise in sein Kalkül mit ein, der Kurzzeitbesitzer konzentriert sich auf das Heute. Dasselbe gilt sinngemäss für den Urwaldbewohner mit seinen Baumriesen, und weitergedacht, auch für die von der Umweltverschmutzung am ärgsten betroffenen "öffentlichen Güter" wie Luft und Wasser.

Die mangelnde Festlegung und Durchsetzbarkeit von Eigentumsrechten ist gerade bei Luft und Wasser sehr deutlich demonstrierbar. Wenn es eben zum Beispiel erlaubt ist, Schmutz über Hochkamine dermassen weit in die Atmosphäre hinaufzuschleudern, dass er ganz sicher im eigenen Einzugs- und Interessenbereich nicht mehr negativ wirksam werden kann, dann handelt es sich hierbei um eine mangelnde Festlegung von Eigentumsrechten: Der eine darf dem andern die Luft wegnehmen. (Nur so nebenbei bemerkt gilt dasselbe natürlich auch im kleinen: Der Auspuff eines Autos ist geradezu Sinnbild für das Abwälzen eines Problems aus dem eigenen Eigentumsbereich in denjenigen anderer.)

Es gibt einen sehr aktiven Kreis von Oekonomen, die sich auf diese und ähnliche Art der Umweltproblematik annehmen; einige von ihnen, wie Milton Friedman, George Stigler und James Buchanan, sind für ihre wissenschaftliche Arbeit auch schon mit dem Nobelpreis ausgezeichnet worden. Mikroökonomische Analyse der Probleme - eigentumsrechtliche Lösungsansätze: Das wäre eine Umweltpolitik, die mit der und nicht gegen die Wirtschaft durchzuführen wäre. Und "Sustainable Development" würde sich möglicherweise direkt und zwingend daraus ergeben. Eigentumsrechtliche Lösungsansätze hiesse konkret: *Rechtsstaatlichkeit, Einhaltung und gleichmässige Durchsetzung der Grundrechte, internationale Sicherheit*. Allein, die Botschaft scheint folgenlos zu verhallen. Die Rezepte der Oekorhetoriker von Rio gehen in eine ganz andere Richtung. Grenzwerte sind gefragt. Umverteilungsmechanismen von Norden nach Süden sollen zum Spielen kommen. Das sind die alten Rezepte staatlicher Machbarkeit (als ob Grenzwerte je global durchsetzbar wären) und sozialistischer Vorstellungen (als ob Umverteilung den Benachteiligten auf die Länge je geholfen hätte), neu aufgemacht, aber keineswegs besser.

3. Systemkrise auch im Westen

Auf diese Weise ist nicht zu erwarten, dass wir in bezug auf die existentielle Umweltproblematik wesentlich weiterkommen. Konzepte, die auf Interventionismus und auf Sozialismen beruhen, müssten aufgrund aller negativen empirischen Evidenz längst ausgespielt haben. Sie beherrschen die Szene aber weiterhin, ja scheinen in einigen Ländern geradezu im Vormarsch zu sein.

In ziemlich allen westlichen Ländern sind die Defizite der Staatshaushalte in den letzten Jahren markant und teilweise furchterregend angestiegen. Ja, es scheint, dass die demokratischen Mechanismen eine mehr oder weniger permanente Vergrösserung der Staatsquote geradezu implizieren. Nun müsste man meinen, dass - wenigstens! - damit auch die drängendsten sozialstaatlichen Probleme einigermassen gelöst wären. Doch weit gefehlt! Wir haben in früheren Ausgaben des "Wegelin-Anlagekommentars" auf die desolate Situation der

amerikanischen Staatsfinanzen und der Verschuldungssituation der USA ganz allgemein hingewiesen. Hat die amerikanische Staatstätigkeit dann wenigstens positive soziale Effekte? Es gibt in Amerika doch kaum einen Lebensbereich, in dem nicht irgend ein "welfare program" zu Anwendung käme. - Das sind die Fakten: 42 Prozent der amerikanischen Steuerzahler verdienen weniger als 15'000 US-\$, 26 Prozent zwischen 15'000 und 30'000 US-\$. Mit andern Worten sind mehr als die Hälfte der amerikanischen Steuerzahler im Prinzip armengemässigt, nicht zu schweigen von denjenigen, die für die Steuererhebung gar nicht erfasst werden. Die eklatante Einkommensdisparität zeigt sich an den 0,7 Prozent der amerikanischen Steuerzahler, die mehr als 200'000 US-\$ verdienen und über 12,7 Prozent des gesamten steuerbaren US-Einkommens verfügen. Auch das Vermögen ist völlig ungleich verteilt: 0,5 Prozent aller Haushalte verfügen über 30 Prozent des Vermögens, weitere 10 Prozent der Haushalte über das nächste Drittel, 90 Prozent teilen sich in den Rest.

Die Situation hat sich im Verlaufe der letzten 30 Jahre *markant verschlechtert*, und dies eben *trotz wirtschaftlichen Boomjahren, trotz steigender Staatsquote, trotz Wohlfahrtsstaat, trotz Umverteilungsmechanismen*. Der Ausbruch von Gewalt in Los Angeles ist vor diesem Hintergrund verständlich, verständlich ist auch der Ruf nach noch mehr Sozialstaatlichkeit.

Nicht so dramatisch, im Grunde genommen aber ähnlich präsentiert sich die Lage in Europa und im speziellen auch in unserem Lande. Kaum noch ein Gemeinwesen mit unproblematischer Finanzlage, kaum ein Bereich staatlicher Aufgabenbewältigung ohne Krisenstimmung: im Gesundheitswesen, im Erziehungswesen, bei der staatlichen Telekommunikation, in der Landwirtschaft. Und überdies von allen Seiten Begehrlichkeiten nach noch mehr Leistungen, selbstverständlich möglichst zum Nulltarif.

Wir haben den Niedergang des Kommunismus im Osten miterlebt und aus der Warte des Ueberlegenen und Ueberlebenden genüsslich kommentiert. Und nun merken wir, dass auch wir uns in einer Systemkrise befinden. Symptomatisch sind die in letzter Zeit sich geradezu häufenden *ordnungspolitischen Grundsatz-Schriften aus schweizerischen Wirtschaftskreisen*. Oeffnung, Liberalisierung, Entkrustung allerorten wird gefordert. Zielsetzungen, die eigentlich zum Inhalt von Parteiprogrammen mindestens zweier Bundesratsparteien gehört haben. Das ordnungspolitische Versagen der classe politique widerspiegelt sich im lautstarken Ruf nach einer Zuwendung zur EG, da man von einem europapolitischen Kraftakt mehr wettbewerbspolitische Impulse erwartet als von einer in sich selbst verhedderten Konkordanzpolitik.

4. Die Krise als Chance

Umbruch im Osten, Systemkrise im Westen - Grund zur Weltuntergangsstimmung? Keineswegs. Die Welt von heute ist, namentlich durch die enormen Möglichkeiten der modernen Kommunikation, sicher auch durch die gestiegene Mobilität, dermassen offen geworden, dass es sich kein Land, kein Kontinent lange leisten kann, Probleme vor sich hinzuwälzen.

Binnenbetrachtungen sind nur noch sehr beschränkt und für sehr kurze Zeit von Bedeutung; der Wettbewerbsdruck von außen sorgt bald einmal dafür, dass Kräfte zur Krisenbewältigung frei werden, und das gilt auch für unsere europäische und schweizerische Situation.

Dem wirtschaftlich Interessierten und Tätigen eröffnen gerade Zeiten des Umbruchs Chancen. *Zeiten des Umbruchs sind Zeiten für Investitionen*; wenn viele den Kopf hängen lassen, sind Unternehmerpersönlichkeiten gefragt. Keine Zeit ist interessanter, einen "Anlagekommentar" zu verfassen, denn Chancen sind ja bekanntlich auch die Kehrseite von erhöhten Risiken, an denen es momentan wahrlich auch nicht mangelt.

5. Talfahrt der Konjunktur

Unter den Wirtschaftsanalysten besteht momentan ein beinahe beängstigender Konsens. Für 1993 wird für die OECD-Länder ein reales Wirtschaftswachstum zwischen 2 und 3 Prozenten vorausgesagt. Der US-\$ werde unter dem Eindruck einer sich verbessernden amerikanischen Konjunktur stärker werden. In Deutschland stehe, wenn auch noch in einiger Ferne, eine Zinssenkungsrunde bevor.

Einhelligkeit von Experten ruft nach Skepsis. Wir sind noch stets der Ansicht, dass die amerikanische Erholung, soweit überhaupt Fakten eine solche belegen, weit mehr wahltaktischer denn grundsätzlicher Natur sei. Die USA haben eine Lockerung der Geldmengenpolitik hinter sich, die ihresgleichen in der Geschichte sucht. Beunruhigenderweise ist aber die Investitionsneigung noch stets sehr gering, die Sparneigung tief. Der Geldhunger des Staates hält die langfristigen Zinsen hoch; die daraus resultierende sehr steile Zinskurve bewirkt dieses für eine angebliche Erholung sehr atypische Investoren- und Sparerverhalten. Die amerikanischen Banken stehen in dieser geldpolitischen Situation wirtschaftlich weitgehend im Abseits, indem sie das billige kurzfristige Geld für Anlagen im langfristigen Bereich einsetzen, also die positive Zinskurve ausnützen und Zinspekulation betreiben. Die Kreditschöpfung verharret dagegen auf sehr tiefem Niveau.

Wir bleiben deshalb bei unserer Ansicht, dass aus den USA im Wahljahr noch weitere konjunkturelle Erfolgsmeldungen eintreffen werden, dass aber die Aussichten für das nächste und die folgenden Jahre sehr fraglich sind.

In Europa sind die *realen Zinsen nach wie vor sehr hoch*, Geld ausserordentlich teuer. Die europäischen Unternehmen stehen am Ende einer Investitionsphase, gerade auch im Hinblick auf die EG, und am Anfang einer Zeit von Ueberkapazitäten. Von "Frühlingserwachen", wie uns dies ein Konjunkturforschungsinstitut jüngst suggeriert hat, kann solange keine Rede sein, als nicht ein monetäres Signal in Richtung billigeren Geldes erkennbar wird.

6. Ausnahmsweise: Kritik an der SNB

Ein Kommentator sollte äusserst zurückhaltend sein, wenn es um Werturteile geht. Er sollte sich an die Beschreibung und Interpretation von Fakten halten. Unter der Prämisse, dass wir uns der überaus geringen Wahrscheinlichkeit bewusst sind, an der Faktenlage etwas verändern zu können, sei die Zurückhaltung jedoch für einmal abgelegt.

Bekanntlich verfolgt die Schweizerische Nationalbank seit 3 Jahren eine sehr restriktive Geldpolitik. Vor dem Hintergrund einer Ueberhitzung der Konjunktur und einer im europäischen Kontext viel zu hohen Teuerungsrate wurde die Zuwachsrate der Geldmenge nominell zuerst negativ gehalten, dann auf etwa Null stabilisiert. Währungsüberlegungen, namentlich die Gefahr einer zu grossen Zinsdifferenz gegenüber der Deutschen Mark, bestärkten die SNB in der Fortsetzung ihrer Politik, als erste Zeichen der Konjunkturabschwächung bereits sichtbar wurden. Die Notenbank hat aber auch stets deutlich gemacht, dass an eine geldpolitische Lockerung nicht gedacht werden kann, so lange die Inflationsrate nicht deutlich tiefer notiere.

Wir erachten die einseitige *mentale Fixierung der SNB auf Konsumdaten als fragwürdig*. In einem Land, in dem rund 60 Prozent aller Preise irgendwie administriert sind und in dem für den Konsumenten eine Unzahl konjunkturpolitischer Abfederungsmechanismen bestehen, hinken die Konsumdaten den übrigen Wirtschaftsindikatoren zwingend hintennach. Konkret gesprochen: Wenn Firma A aufgrund des wirtschaftlichen Umfeldes Kurzarbeit einführen muss, dann konsumieren die Angestellten der besagten Firma noch während einiger Zeit uneingeschränkt weiter. Der Einbruch bei den Konsumdaten erfolgt erst, wenn Entlassungen ausgesprochen werden und unsere sozialen Mechanismen nicht mehr greifen können; sehr spät also. *Unser System neigt deshalb zu monetärem "overkill"*.

Wir sind der Meinung, der Zeitpunkt für eine Lockerung der Geldpolitik der Notenbank sei bereits überschritten. Bei einer pro 1992 voraussichtlichen Neubeanspruchung der schweizerischen Kapital- und Kreditmärkte von etwa 70 Milliarden Franken (wovon ein guter Teil von der öffentlichen Hand generiert wird) besteht bei einem Geldmengenziel von 0 bis 2 Prozent ein Angebotsproblem. M1 ist im ersten Quartal dieses Jahres nominell um 1,3 Prozent gestiegen. Die Schweizer Wirtschaft befindet sich in fast jedem Sektor in einer sehr ungemütlichen Lage. Die hohen Zinsen würgen jede Investitionsbereitschaft ab.

Eine weniger restriktive Geldpolitik der SNB führt nicht, quasi kochbuchmässig, wieder zu einem Ansteigen der Inflationsrate, sondern kann vielmehr aufgrund der verschiedenen Anpassungsautomatismen durchaus auch tiefere Konsumentenpreise bewirken. Auch die Auswirkungen auf der Währungsseite müssen nicht zwingend negativ sein, sind doch Zinsdifferenzen zu anderen Währungen nur eines von mehreren Bestimmungselementen für die Wechselkursbildung.

Vom Werturteil zurück zum Kommentar. *Wir glauben nicht an ein baldiges Einlenken der SNB.* Die Fixierung an Teuerungsrate und Wechselkurs und damit die Abhängigkeit vom Tun und Lassen der deutschen Bundesbank dürfte noch anhalten. Und dort präsentiert sich die Situation eben insofern anders, als es tatsächlich eine noch ganz und gar nicht abflauende Inflation gibt und die Kreditschöpfung, namentlich auch der öffentlichen Hand, übermässig ist. Die Vorreiterstellung Deutschlands in bezug auf die Wirtschaftspolitik ist in Frage gestellt. Viele europäische Länder, darunter die traditionellen Inflationssünder, weisen tiefere Teuerungsraten auf!

Es ist und bleibt deshalb vorderhand so: Die hohen Realzinsen in Europa müssen sinken. Die Zinskurve wird wieder positiv werden. Der Zeitpunkt dazu hängt von Deutschland ab und ist weitgehend unbestimmbar.

7. Aktienbörsen: unter anderem auch einige ungute Gefühle

Betrachtet man die Entwicklung der Aktienbörsen über einen Zeitraum von 4, 5 Jahren, so zeigt sich zum einen, dass der Weltbörsenindex seit 1989 eher rückläufig ist, wobei in letzter Zeit natürlich die Baisse in Japan in erster Linie dazu beigetragen hat. Die einzige über einen längeren Zeitraum wirklich positiv tendierende Börse war die amerikanische. Die Korrelation zu den aggressiv gesenkten Geldmarktsätzen ist auffallend und lässt den Schluss zu, dass Ähnliches in bezug auf andere Börsen zumindest nicht auszuschliessen wäre. Dass also dort, wo eine Lockerung in der Geldpolitik erfolgt, auch Platz für eine positive Entwicklung an den Aktienmärkten vorhanden ist. *Europa hat dieses Potential noch.*

In bezug auf Aussagen über die *amerikanische Börse* gilt es vorsichtig zu sein. Zwar ist die Steigerung des Dow Jones-Indexes von 2950 auf 3350 innerhalb eines Jahres sicherlich markant, allein, die breiter abgestützten Börsenindices wie der NYSE-Index oder der S&P-Index konnten im gleichen Zeitraum nur eine Steigerung von etwa 3 Prozenten aufweisen. Die positive Börsenentwicklung stützt sich mit anderen Worten auf wenige Titel ab und reflektiert keinesfalls die Befindlichkeit der US-Wirtschaft. Aufgrund unserer eher verhaltenen Prognose für das kommende Jahr verzichten wir deshalb auf Investitionen in US-Aktien.

Wer vor 20 Jahren in *japanische Aktien* investiert hat, konnte bis zum Börsentop jährlich Gewinne von durchschnittlich 23 Prozenten einstreichen. Die seit etwa 2 1/2 Jahren sich abspielende Kurskorrektur (Halbierung des Nikkei-Indexes) hat diese durchschnittlichen Gewinnraten auf etwa 15 Prozente reduziert. Auch das ist nicht wenig, und wenn ein weiteres Indiz für den Preis einer Börse, das Preis-/Gewinn-Verhältnis, nach wie vor auf einem Niveau über 30 verharret, so glauben wir gute Gründe zu haben, die Börse als noch immer nicht billig zu bezeichnen. Kommt noch dazu, dass viele Wertschriftenhäuser faktisch bankrott und von dort aus wohl nicht so bald Impulse für eine Wiederbelebung der japanischen Börse zu erwarten sind.

Positiver sind wir nach wie vor für die europäischen und namentlich für die schweizerische und die deutsche Aktienbörsen gestimmt. Der Grund hierfür liegt zum einen im nach wie vor relativ tiefen Kursniveau, zum andern im noch vorhandenen Zinssenkungspotential. Dies impliziert, dass eine echte und breite Hausse erst bei einem glaubhaften Zinssignal beginnen kann. Die hohen Festgeldsätze können bis zu diesem Zeitpunkt durchaus für recht profitable Wartepositionen ausgenützt werden. Da das Zinssignal noch eine Weile auf sich warten lassen kann, konzentrieren wir unsere Positionen auf die bewährten Blue Chips wie Ciba, Roche, Sandoz, Nestlé, Siemens, RWE, VW. Will man Finanzwerte nicht ganz vernachlässigen, dann stehen Deutsche Bank und SBG im Vordergrund. Eher im Sinne von Sonderbewegungen kaufen wir momentan auch Ems- und Holderbankaktien.

8. Wiedererstarkter Schweizer Franken?

Die in den letzten zwei Jahren beobachtbare Anpassung der Zinsdifferenzen zwischen den europäischen Währungen geht unseres Erachtens ihrem Ende entgegen. Vor 10 Jahren verzeichnete man in Europa zwischen den einzelnen Währungen noch Zinsunterschiede von über 10 Prozenten; heute sind es, sogenannte "Weichwährungen" inbegriffen, höchstens noch etwa 1 bis 3 Prozente. Die Zinsdifferenz des Schweizer Frankens zur Deutschen Mark beträgt momentan noch etwa 2 Prozent im langfristigen, beinahe Null Prozent im kurzfristigen Bereich. Wir erachten das *Abschwächungspotential* des Frankens nach anderthalb Jahren der Abwertung als *gering*.

Nach dem für die derzeitige EG-Führung negativen Ausgang der Abstimmung über das Maastricht-Abkommen in Dänemark stellen sich natürlich auch einige Fragen bezüglich der *Zukunft des Europäischen Währungssystems (EWS)*. Ganz offensichtlich ist die Einführung einer europäischen Einheitswährung wieder einmal in den Hintergrund gerückt. Vor kurzem hat eine Gruppe sehr prominenter deutscher Ökonomen das Maastrichter Abkommen hart kritisiert und die Meinung vertreten, eine Währungsunion könne nicht in einem derartigen Schnellzugtempo verwirklicht werden - wenn überhaupt. Wenn politisches Auf und Ab innerhalb der EG wie auch solche systemkritischen Meinungsäusserungen (die wir übrigens teilen) den Kurs des ECU auch vorübergehend negativ beeinflussen können, so ist wegen des Korbwährungscharakters doch längerfristig mit einer genügenden Stabilität zu rechnen. Wir haben uns jedenfalls nicht Hals über Kopf aus dem ECU zurückgezogen.

Bezüglich des US-\$ sind wir aus den genannten konjunkturellen und strukturellen Ueberlegungen heraus weniger zuversichtlich als der weitgehende Konsens der Wirtschaftsanalytiker. Den nach unserer Sicht eher vorübergehend positiveren Konjunkturzahlen steht die nach wie vor eklatante Zinsdifferenz zu den europäischen Währungen gegenüber. Zudem könnten sich die angesprochenen sozialen Disparitäten durchaus auch auf die praktisch-politische Ebene auswirken (Präsidentchaftswahlen!). Für uns bestehen *wenig Gründe für grössere Engagements in US-\$*.

9. Anlagepolitik von

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

10. 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
099.134	3 1/2 % Alusuisse ex	26.10.95	87.25 %	7.95 %
127.585	3 1/2 % Zürich Versicherung ex	15.12.96	86.90 %	6.98 %
898.674	7 1/2 % Sulzer Bros. Inc.	29.11.96	100.40 %	7.37 %
110.162	0 % Roche Holding ex	15.05.97	70.50 %	7.36 %
100.256	4 1/2 % Bâloise Holding ex	14.11.99	85.00 %	7.17 %
097.921	7 1/4 % A B B	02.07.02	99.00 %	7.39 %
016.191	7 % Kt. Basel-Stadt	17.06.02	99.25 %	7.11 %
015.761	6 3/4 % Schweiz. Eidgen.	11.06.03	98.35 %	6.97 %

Ausländische Schuldner (verrechnungssteuerfrei)

533.676	5 3/4 % Allianz Finance ex	10.05.96	94.75 %	7.34 %
535.005	4 1/4 % Deutsche Finance ex	09.09.97	87.50 %	7.19 %
423.358	4 5/8 % Oesterreich	12.02.98	88.50 %	7.16 %
880.747	7 1/8 % Weltbank	05.07.00	100.25 %	7.08 %
669.367	7 3/8 % Ontario Hydro	09.01.01	102.00 %	7.05 %
426.781	7 1/4 % O E K B ex	21.05.02	101.50 %	7.04 %
534.673	2 1/2 % Bayer Capital Corp ex	30.07.02	69.00 %	6.84 %

Obligationen auf fremde Währungen (quellensteuerfrei)

DM

291.557	8 % B R D S.89	20.02.95	98.45 %	8.73 %
638.732	6 1/4 % Australien	01.03.96	92.75 %	8.59 %
597.643	8 1/4 % Norwegen	03.02.97	100.25 %	8.16 %
536.433	8 % Dresdner Finance BV	17.03.98	99.70 %	8.09 %
536.370	8 1/4 % LKB Baden-Württemberg	28.11.01	100.40 %	8.18 %
291.580	8 1/2 % B R D	20.02.01	102.65 %	8.09 %

Hfl.

534.099	6 1/4 % Niederlande	01.05.95	94.20 %	8.59 %
536.494	8 1/2 % Rabobank	03.07.97	100.50 %	8.37 %
535.331	9 % Niederlande	15.05.00	103.60 %	8.37 %
536.475	8 1/4 % Niederlande	15.06.02	99.90 %	8.26 %

ECU

309.309	9 % Lkb Baden-Württemberg	10.10.94	99.00 %	9.45 %
597.626	9 % Norwegen	01.07.96	100.00 %	8.99 %
882.065	8 1/2 % KfW Int. Finance	12.02.97	98.70 %	8.83 %
435.256	9 1/4 % E W G	18.03.98	101.50 %	8.93 %
359.971	9 1/8 % Grossbritannien	21.02.01	101.00 %	8.98 %

US\$

536.364	6 1/2 %	Toyota Motor Fin.	15.11.94	102.87 %	5.19 %
597.645	7 1/4 %	Norwegen	14.04.97	101.80 %	6.81 %
896.402	3 1/2 %	Roche Holding ex	16.05.01	72.75 %	7.86 %

£

360.862	13 3/4 %	British Telecom	14.02.93	102.37 %	10.40 %
554.049	11 %	Deutsche Bank Fin.	19.01.94	102.00 %	9.80 %
299.146	10 1/4 %	Bayerische Hypobank	06.02.97	102.12 %	9.63 %

Mittelfristige Anlagen in SFr.

Terminhefte

fester Laufzeit, Aenderungen jederzeit vorbehalten)

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

Kassaobligationen

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

6 3/4 - 7 1/2 % 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	8 3/4 %	8 5/8 %	8 1/4 %
	SFr. Euro	9 %	8 3/4 %	8 1/2 %
	DM	9 3/8 %	9 3/8 %	9 1/4 %
	ECU	10 %	10 %	9 7/8 %
	US\$	3 5/8 %	3 3/4 %	4 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