

### **1. Lacht Cassandra?**

Vermutlich hätte die Tochter des Trojanerkönigs Priamos, wenn überhaupt, kaum mehr Zeit gehabt, sich über die Erfüllung ihrer negativen Prophezeiungen zu freuen. Denn allzu schnell hatten die griechischen Eroberer, dem hölzernen Pferd nächtlicherweile entstiegen, sich über die Bewohner der begehrten Stadt gemacht und ein furchtbares Gemetzel angerichtet. Das Unheil anzukündigen und es eintreffen zu sehen - der Prophet ist zumeist mitbetroffen, und wäre er es nicht, so müsste seine Schadenfreude als Charakterfehler interpretiert werden.

Im Gefüge von Wirtschaft und Politik ist das Unheil nun ebenfalls eingetroffen, und der Kommentator vom Bankhaus in St.Gallen fühlt sich ein wenig in der Rolle der Cassandra. Sollte man sich etwa darüber freuen, dass die Konjunktur-Auguren etwa der KOF oder des BAK in ihrem notorischen Zweckoptimismus definitiv desavouiert worden sind? Oder sollte man darüber jubeln, dass die Warnungen vor den Übertreibungen im Schweizer Immobiliengeschäft sich nun in Abschlügen bis zu 50 % bewahrheiten? Und dürfte man sich ob der Ratlosigkeit der Amerikaner im Angesicht einer nun unentrinnbar erkennbaren Strukturkrise die Hände reiben?

Auf jedwelche Regungen von Schadenfreude sei verzichtet, allerdings unter dem kleinen Vorbehalt, dass es der künftigen Kommentierung des Wirtschaftsgeschehens erlaubt sein soll, allfällige neuerliche Übertreibungen mit dem Hinweis auf die frühen Neunzigerjahre zu relativieren.

Was sich gegenwärtig abspielt, kann durchaus als eine Abfolge, ja ein Zusammentreffen!, von Tragödien beschrieben werden. Cassandra mag nicht lachen.

### **2. Tragödie Nummer eins: Deflation, wohin das Auge reicht**

Ein nüchterner Blick auf verschiedene Schlüsselmärkte zeigt einen globalen Schrumpfungsprozess in eigentlich allen Bereichen. Von den Immobilienmärkten war hier schon oft die Rede. Mittlerweile sind die vielen Leerstände von Geschäftshäusern, nicht nur in New York und London, sondern auch in der sonst so begehrten Schweiz, allenthalben sichtbar geworden. Die Preisabschläge betragen, je nach früherem Übertreibungsgrad, 20 bis 50 %. Vielfach sind auch faktisch gar keine Käufer vorhanden. Ähnliches gilt für das Segment von Einfamilienhäusern. Im Bereich von Renditeobjekten haben sich Angebot und Nachfrage bereits auf einen bedeutend höheren Ertrag eingependelt. Es kann nicht genug darauf hingewiesen werden, wie wichtig die Bewertung von Immobilien ist bzw. Wertverringerungen für die gesamte Wirtschaft sind. Die Gesamtheit der Immobilien übersteigt den kapitalisierten Wert von Aktienbörsen um ein Mehrfaches. Die Bewertung von

Immobilien bestimmt zu weiten Teilen den finanziellen Spielraum der Unternehmungen. (Die immer wieder so gern genannten "stillen Reserven" von Schweizer Unternehmungen bestanden in der Mehrzahl aus unterbewerteten Immobilien. Dahingeschmolzener Schnee!) Immobilien sind, bei Hypotheken direkt, bei vielen kommerziellen Krediten indirekt, das eigentliche Kreditsubstrat der Banken. In einer Zeit schrumpfender Immobilienwerte kann nicht erwartet werden, dass die Banken für die Wirtschaft die Kreditschleusen weit öffnen.

Deflation auch im Börsenbereich. Wenn man von den wenigen sogenannten Blue Chips absieht - sie machen im wesentlichen die eng verfolgten Indices aus -, dann ist völlig klar, dass wir uns seit vier, fünf Jahren in einer tiefen Aktienbaisse befinden. Namentlich im Segment der sogenannten Nebenwerte sind Abschlüge seit dem Börsenhöchststand in der zweiten Hälfte der Achtzigerjahre zwischen 40 und 80 % die Regel. Dies trifft, vielleicht etwas vereinfacht gesagt, ziemlich weltweit zu. Hinzuzufügen ist lediglich noch, dass es die sogenannten Nebenwerte sind, die die Binnenwirtschaft eines Landes ausmachen.

Deflation auch in den Rohstoffmärkten. Kaum ein "commodity", das nicht tiefer notiert als vor drei Jahren. Die Börsenkaptalisierung aller Goldminentitel weltweit beträgt gerade noch 40 Milliarden US-\$. Dies entspricht etwa dem kapitalisierten Wert einer Nestlé oder einer Exxon. Das Gold ist zwar insofern ein besonderer Rohstoff, weil ihm zeitweise auch noch Bedeutung als Inflationsabsicherung zukommt. Im wesentlichen widerspiegelt das Beispiel aber die Verhältnisse im Rohstoffbereich recht deutlich: Weltweit sind Ueberkapazitäten vorhanden; die Nachfrage stagniert oder ist rückläufig.

Deflation auch im Arbeitsmarkt. In der Schweiz hat die Arbeitslosenrate nach den neuesten Zahlen des Bundesamtes für Industrie, Gewerbe und Arbeit 3,3 % überstiegen. Mehr als hunderttausend Arbeitslose sind in unserm Land alarmierend. In andern Ländern dieser Erde hat man sich an Arbeitslosenraten zwischen 5 und 10 % gewöhnt. Bezieht man die Entwicklungs- und Schwellenländer in die Beurteilung der Situation mit ein, dann trifft sicher die Aussage zu, dass Arbeitskraft in keiner Weise ein limitierender wirtschaftlicher Faktor mehr ist. Soweit in weniger entwickelten Ländern qualitativ und know-how-mässig einigermaßen einwandfrei produziert werden kann, ergibt sich daraus zwangsweise ein Druck auf die künstlich hochgehaltenen Lohnstrukturen in den Industrieländern. Auseinandersetzungen zwischen den Sozialpartnern sind dort deshalb vorprogrammiert.

Deflation auch im Kreditsektor. Gemäss den neuesten Zahlen der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hat die Kredittätigkeit der Banken seit 1990 weltweit drastisch abgenommen. Dies ist in erster Linie auf den Rückgang von Ausleihungen an den privaten Sektor zurückzuführen: Die Banken wollen, die Schuldner können nicht mehr. Der Rückgang kompensiert die Mittelaufnahmen des öffentlichen Sektors, auf die zurückzukommen ist, bei weitem.

### **3. Tragödie Nummer zwei: Sonderfall Deutschland**

Als ziemlich einsame Ausnahme in diesem globalen Schrumpfungsprozess steht die Bundesrepublik Deutschland da. Zumindest auf den ersten Blick zeigt sich das Bild einer nach wie vor kräftigen Wirtschaftstätigkeit. Die Kredit-tätigkeit der Banken verzeichnet Rekordhöhen, die Geldmenge wächst in Raten, die der Bundesbank inakzeptabel scheinen. Eine hartnäckige Teuerung plagt die vormals monetär so vor-bildliche Nation.

Es lohnt sich allerdings, die Verhältnisse in Deutschland etwas näher zu betrachten. Die erwähnte rege (und teilweise subventionierte!) Kredit-tätigkeit wird praktisch ausschliesslich vom Bausektor generiert. Das verarbeitende Ge-werbe etwa stagniert dagegen genauso wie die ausländische Konkurrenz. Ja, wenn man von der atemberaubenden Bereinigung der Infrastruktur in der ehemaligen DDR absieht, tendieren alle übrigen Wirtschaftsindikatoren negativ, sind also rezessive Kräfte unverkennbar. Die starke Deutsche Mark hat die wegen der Weltrezession ohnehin schlechter gewordenen Exportaussichten zusätzlich verschlechtert. Potentielle ame-rikanische Autokäufer können sich einen Mercedes oder einen Porsche schlicht nicht mehr leisten.

Die eigentliche Tragödie liegt darin, dass zum einen durch die Wiedervereinigung Verhältnisse geschaffen worden sind, die den monetären Spielraum der Deutschen Bundesbank eindeutig einschränken und deshalb den Absturz in eine schmerz-hafte Rezession vorprogrammieren, und dass zum andern die restriktive Geldpolitik der Bundesbank in völligem Gegensatz steht zu den globalen Bedürfnissen einer grosszügigeren Geldversorgung. Griechische Tragödien hatten stets das Element der Unausweichlichkeit von Schicksalsschlägen in sich, und es scheint uns, als wären solche Zwangsmechanismen am Werk.

### **4. Tragödie Nummer drei: Hohe Staatsdefizite**

Ein Wirtschaftsrückgang hinterlässt stets Spuren in den Staatshaushalten, da die wesentlichsten Steuersubstrate di-rekt vom Gang der Wirtschaft abhängig sind: von den Unter-nehmengewinnen, von den Löhnen, von den Warenumsätzen. Wenn dann zudem in den vorangegangenen Jahren die Staatshaushalte aufgebläht worden waren, ergibt sich daraus eine Situation, die den Spielraum des öffentlichen Sektors, in der Rezession eine ausgleichende Rolle zu spielen, illusorisch macht.

Praktisch nirgends auf der Welt wurden die guten Jahre dazu genutzt, Vorräte anzulegen. Die Staatsdefizite der europäi-schen Länder bewegen sich zwischen 2 und 15 Prozenten des jährlichen Bruttosozialprodukts. Länder wie Italien, Griechenland und Belgien bewegen sich am Abgrund der Pleite. Die vereinigte Internationale der "classe politique" hat die westlichen Demokratien in einen nur schwer reversiblen, spi-ralförmigen Anstieg der Staatsquote getrieben und dabei die eigene Machtbasis rücksichtslos verbreitert.

Der hohe Mittelbedarf der öffentlichen Hand wird allzu frühe Hoffnungen auf eine rasche Wiedererstarkung der Wirtschaft zunichtemachen. Höhere Steuern stehen auf dem Programm, und

wo weiterhin über eine zusätzliche Neuverschuldung die Staatstätigkeit refinanziert wird, muss sich der private Sektor mit einer verschärften Ausgrenzung in den Finanzmärkten durch staatliche Anleihen abfinden ("crowding out").

#### **5. Tragödie Nummer vier: Strukturkrise USA ohne ersichtlichen Ausweg**

Die Achtzigerjahre sind namentlich in den USA insofern schlecht genutzt worden, als das hohe Wirtschaftswachstum nicht zu einer Wohlstandsmehrung auf breiter Basis geführt hat. Das mittlere Einkommenssegment, also Lohnbezüger zwischen jährlich 15'000 und 70'000 Dollar, sieht sich durch unsinnige Steuergesetze stark geschwächt. Damit hat sich Präsident Bush nicht nur um sein wichtigstes Wählersegment gebracht, sondern er muss sich auch den Vorwurf gefallen lassen, den so wichtigen amerikanischen Mittelstand zerstört zu haben. Die realen Löhne betragen heute nicht mehr als 1972. Wenn Familien mehr verdienen, dann nur deshalb, weil die Ehefrau mitarbeiten muss.

Man darf die sozialen Folgen solcher Entwicklungen nicht unterschätzen. Sie führen vorab einmal zu Unwägbarkeiten in politischen Fragen. Die bevorstehenden Präsidentschaftswahlen sprechen Bände: Eine Wiederwahl des an innenpolitischen Aufgabenstellungen gescheiterten Präsidenten ist klar in Frage gestellt. Die Rezepte des Herausforderers Bill Clinton sind diejenigen der Demokraten vom Schlage der Kennedy's: deficit spending, akzeleriert. Ross Perot ist keine Alternative, weil es auch ihm an klaren Vorstellungen über den notwendigen Gesundungsprozess mangelt.

Wir gehen davon aus, dass, wer auch immer die Wahlen gewinnen wird, den Ausweg über eine Reflationierung suchen wird. Vorderhand halten sich angesichts der stark deflationären weltwirtschaftlichen Kräfte die negativen Auswirkungen solchen Tuns noch in Grenzen. Längerfristig muss man sich jedoch im klaren sein, dass daraus kaum ein wirklicher Gesundungsprozess resultieren wird.

#### **6. Tragödie Nummer fünf: Illusorische Währungsunion**

Unterschiedlicher könnten die Aussagen zu Währungsfragen gar nicht ausfallen als diejenigen zu Beginn dieses Jahres und heute. Im Januar 1992 war man allenthalben noch von der Europa-Begeisterung befallen, und nichts - oder nur ganz wenig - schien dem Siegeszug einer europäischen Währungsunion, gipfelnd in der einheitlichen Währung ECU, im Wege zu stehen.

Heute weiss man, dass die illusionäre Politik von der Wirklichkeit eingeholt worden ist. Es ist eben nicht möglich, völlig verschiedenen Ländern mit verschiedenen Mentalitäten, verschiedenen Vorstellungen über Budgetdisziplin, Arbeitsweise, Lebensstil quasi den Deckel einer künstlichen Einheitlichkeit überzustülpen. Der Topf hat sich als Dampfkochtopf erwiesen, und er ist explodiert. Die italienische Lira, die spanische Peseta und das britische Pfund haben sich seit Jahresmitte um 20 bis 25 % gegenüber der Deutschen Mark und dem Schweizer Franken abgewertet.

Im Zuge der europapolitischen Ernüchterung fand eine weitere, in diesem Ausmasse weniger zu erwartende Desillusionierung statt: die Abwertung und Marginalisierung des ECU. Der ECU hatte während langen Jahren als Korbwährung Vertrauenspotential aufbauen können. Noch im Januar 92 wurden ECU-Obligationen zu Höchstkursen, weniger als 1 Prozent über DM-Rentenpapieren rentierend, gehandelt. Die Idee des Risikoausgleichs durch Diversifikation in den europäischen Währungen war an sich bestechend. Allein, es hat sich gezeigt, dass solche synthetischen Produkte in Krisensituationen ausserordentlich anfällig sind. Offensichtlich ist die Marktbasis zu gering, als dass sich in Zeiten hoher Volatilitäten noch vernünftige Preise bilden liessen.

#### **7. Tragödie Nummer sechs: Weltpolitische Turbulenzen**

Die geradezu atemberaubende Hilflosigkeit der europäischen Staatengemeinschaft bei der Behandlung des Balkankonflikts zeigt exemplarisch die neuen Dimensionen der globalen Sicherheitsproblematik auf: Keine Weltgegend, wo derzeit kein regionaler Konflikt mit durchaus ernstzunehmenden Aspirationen auf eine Ausweitung augetragen wird. In Jugoslawien könnten sich durchaus die beiden Nato-Länder Griechenland und Türkei treffen. Auf verschiedener Seite. In Georgien dürften die Russen involviert werden. Gegen einen Angehörigen der GUS-Staaten. In Kasachstan, Aserbeidschan und Usbekistan treffen iranische, saudische und türkische Interessen aufeinander. Fragezeichen in Südafrika, in Algerien, in Peru, in Korea, in den baltischen Republiken, in Somalia.

Der politische Restrukturierungsprozess nach dem Niedergang der Weltmacht Sowjetunion ist in vollem Gange. Er wird der ganzen Welt noch viele Kräfte abfordern und manche krisenhafte Entwicklung hervorrufen.

#### **8. Tragödie Nummer sieben: Alle Tragödien finden zugleich statt**

Die Gleichzeitigkeit schwerwiegender Strukturveränderungen wirtschaftlicher und politischer Art wirft die Frage auf, ob denn genügend qualifizierte Kräfte am Werk seien, um die geballte Ladung an Krisen auch nur einigermaßen heil zu überwinden. Eine Prognose ist schwierig, aber es dürfte auf der Hand liegen, dass uns sowohl wirtschaftlich wie auch politisch schwierige Zeiten bevorstehen. Die Konsequenzen für den Anleger sind klar: Dem Sicherheitsdenken kommt höchste Bedeutung zu. Vermeintlich verlockende Angebote sind mit der nötigen Skepsis zu durchleuchten.

#### **9. Was bevorsteht**

Für die Schweizer Konjunktur sehen wir im Jahr 1993 kaum Chancen zur Besserung. Da die für die Refinanzierung der Unternehmen und damit die Investitionstätigkeit geltenden Zinssätze nach wie vor noch hoch bleiben, ist keine wesentliche Belebung der Binnenkonjunktur zu erwarten. Man muss davon ausgehen, dass die Banken sinkende Zinssätze zuerst einmal benützen, um ihre Bilanzprobleme zu bereinigen. Sowohl im kommerziellen Ausleihungsgeschäft wie auch bei den Hypotheken steht noch ein gewaltiger Wertberichtigungsbedarf

bevor, und dieser muss finanziert werden. Sinkende Zinssätze werden also nur sehr mittelbar an die Wirtschaft weitergegeben werden. Zudem werden bei anhaltend starkem Schweizer Franken die bisher noch einigermaßen intakten Exportzahlen als Konjunkturstütze wegfallen. Die Zahl der Konkurse wird weiter zunehmen, ebenso die Arbeitslosenzahlen.

Auch in Deutschland steht eine Rezession bevor, wenn auch die Wiedervereinigungstätigkeiten für einen atypischen Verlauf sorgen werden. Der hohe Aussenwert der DM wird namentlich der Exportindustrie zu schaffen machen. Aber auch die Binnenkonjunktur wird sich unter dem Einfluss zu hoher Refinanzierungskosten weiter verschlechtern.

In den USA sehen wir vorderhand trotz der starken monetären Stimulation nur ein unterdurchschnittliches Wachstum. Woher sollen denn die Impulse kommen? Von den Konsumenten? Von den Produzenten? Vom Bauwesen? Vom Militärssektor?

#### **10. Das einzig Positive: Zinsrückgang**

Das ausgesprochen rezessive Umfeld hat nun zu einer eindeutigen Wende an der Zinsfront geführt. Im Schweizer Franken hat der Rückgang der Zinsen sogar ein ziemlich atemberaubendes Tempo angenommen. Die Inversität der Zinsenstruktur ist verschwunden, kurzfristige Gelder rentieren wieder weniger als längerfristige. Kaum ein Tag, an dem nicht irgendwo neue, tiefere Sätze von Kassenobligationen angekündigt werden. Der Obligationenmarkt hat sich dementsprechend ausserordentlich freundlich gezeigt.

Wir erwarten ein ähnliches Bild über die nächsten zwölf Monate auch in Deutschland. Es ist kaum vorstellbar, dass die Deutsche Bundesbank sich noch sehr lange dem Druck von innen und aussen entgegensetzen kann. Die Wirklichkeit der sich abzeichnenden Rezession wird die dogmatische Frankfurter Behörde einholen. Es lohnt sich deshalb, die hohen Renditen von DM-Obligationen auf längere Zeit "anzubinden".

In den europäischen Anlagengewährungen Franc oder Gulden ist die Zinsentwicklung sehr stark vom Gang der Dinge im DM-Bereich abhängig. An sich wäre ein Zinssenkungsbedarf längst vorhanden. Währungsgründe verhindern jedoch eine Anpassung an die wirtschaftlichen Bedürfnisse. Zinssignale aus Frankfurt werden eine erdrutschartige Bewegung bei den übrigen europäischen Zinsen auslösen.

#### **11. Währungen: Unruhige Zeiten gehen weiter**

Die Gleichzeitigkeit hoher Unsicherheiten und negativer Entwicklungen in wirtschaftlicher und politischer Hinsicht hat den Schweizer Franken wieder einmal als "Fluchtwährung" aufleben lassen. Der Aussenwert des Frankens liegt nun höher als 1990 und um 20 % höher als beim Tiefststand im Mai 1992. Die Relation zur DM hat unter dem Realignment nicht stark gelitten. Unsere Konzentration auf diese europäischen Hauptwährungen hat sich bewährt.

Wir gehen davon aus, dass die Währungsturbulenzen noch eine Weile weitergehen, solange sich bei den DM-Zinsen nichts Wesentliches ändert. Der ECU wird, obwohl hauptsächlich aus harten Währungen bestehend, unter diesen Verhältnissen lei-

den. Die Marktmenge bei ECU-Anlagen lässt es als ratsam erscheinen, bestehende Engagements bei zeitweiligen Kurserhöhungen abzubauen.

Der US-\$ ist in bezug auf die Kaufkraftparität tief bewertet. Der nach wie vor ausserordentlich grossen Zinssatzdisparität vis-à-vis der DM steht eine langsame relative Verbesserung der Wirtschaftslage gegenüber: Der konstante Krebsgang der USA sorgt im Lichte des europäischen Wirtschaftsrückgangs für Gegenkräfte. Angesichts der Unsicherheiten bei den Präsidentschaftswahlen verspüren wir aber dennoch wenig Lust auf höhere \$-Engagements.

## 12. Aktienbörsen: Was bringt der Mut?

Die Asset-Deflation widerspiegelt sich in einer anhaltenden Börsenbaisse. Seit den Höchstkursen im Jahre 1987 haben sich die Aktienkurse, einige wenige Blue Chips ausgenommen, praktisch halbiert. An sich wären Zeiten billiger werdenden Geldes auch Zeiten günstigerer Börsenaussichten. Man mache sich allerdings keine allzu grossen Illusionen: Wer sich mit Schweizer Nebenwerten in den letzten Jahren beinahe um sein Vermögen gebracht hat, wird nicht so bald eine breite und langanhaltende Hausse mittragen. Und allfällige ausländische Käufer konzentrieren sich ohnehin auf die schon ziemlich hoch bewerteten Blue Chips wie Roche, Nestlé und Sandoz.

Wenn schon Aktien, dann wären zinssensitive Werte, also namentlich Banken (wie SBG, CS, SBV), logische Kaufobjekte. Die aber noch ausstehenden Wertberichtigungen (der Jargon spricht geschmackloserweise von "Leichen im Keller") vergällen einem leider das Vergnügen. Wir halten unsere Aktienbestände ziemlich tief; das Hauptaugenmerk liegt auf Obligationen. Weshalb denn sichere Gewinne gegen mögliche austauschen?

Den Anpassungsprozess in Japan halten wir für noch nicht ausgestanden. Auf amerikanische Aktien verzichten wir aus Gründen der Währungsunsicherheit. In Deutschland halten wir uns an das Schweizer Rezept: wenn schon, dann zinssensitive Werte, aber nicht zu viele.

## 13. Unsere Anlagepolitik

<i>Nach Anlagekategorien</i>				<i>nach Währungen</i>			
Aktien	Schweiz	10 - 20	%	SFr.	50 - 70	%	
	Europa	5 - 20	%	DM, Hfl.	20 - 30	%	
	USA, Japan	0	%	US-\$, £	0 - 20	%	
Total Aktien		15 - 25	%				
Obligationen		70 - 80	%				
Edelmetalle und Goldminentitel		0 - 5	%				
Liquidität		5 - 10	%				

## 14. 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
103.290	2 1/2 % Danzas (Wandel)	03.02.96	87.00 %	7.02 %
898.674	7 1/2 % Sulzer Bros Inc.	29.11.96	101.00 %	7.20 %
099.132	3 1/2 % Alusuisse ex	06.04.97	88.00 %	6.67 %
119.655	4 % S I G ex	25.07.98	87.00 %	6.80 %
120.978	3 1/2 % B B C ex	06.07.99	84.00 %	6.50 %
015.761	6 3/4 % Eidgenossenschaft	11.06.03	103.10 %	6.35 %
068.342	6 1/2 % Pfandbriefzentr. S.271	16.11.04	100.00 %	6.50 %

#### Ausländische Schuldner (verrechnungssteuerfrei)

638.723	5 % Australien	30.10.98	94.00 %	6.22 %
881.074	6 1/4 % Weltbank	11.11.99	101.75 %	5.94 %
669.367	7 3/8 % Ontario Hydro	09.01.01	105.00 %	6.56 %
482.457	7 1/2 % Haute Savoie	07.08.02	106.50 %	6.58 %
425.325	7 % O E K B ex	12.10.02	103.75 %	6.48 %
483.004	7 % S N C F	07.10.04	103.10 %	6.62 %

### Obligationen auf fremde Währungen (quellensteuerfrei)

#### DM

291.557	8 % B R D S.89	20.02.95	100.85 %	7.75 %
638.732	6 1/4 % Australien	01.03.96	96.25 %	7.52 %
290.962	6 % B R D	20.10.98	93.35 %	7.41 %
820.206	8.400 % North East (Gar.Japan)	06.08.99	103.00 %	7.81 %
291.580	8 1/2 % B R D	20.02.01	105.75 %	7.60 %
423.759	8 % Oesterreich	17.06.02	102.85 %	7.59 %
294.700	8 1/4 % Deutsche Bundespost	01.08.02	103.55 %	7.71 %
105.472	7 1/2 % Eurofima	04.11.02	100.10 %	7.48 %

#### Hfl.

534.099	6 1/4 % Niederlande	01.05.95	96.60 %	7.74 %
536.494	8 1/2 % Rabobank	03.07.97	103.90 %	7.48 %
533.657	7 1/2 % Niederlande	15.11.99	99.10 %	7.66 %
536.475	8 1/4 % Niederlande	15.06.02	103.70 %	7.71 %

#### ECU

597.626	9 % Norwegen	01.07.96	97.50 %	9.80 %
474.715	8 1/2 % Crédit Local de France	30.01.97	96.20 %	9.76 %
435.256	9 1/4 % E W G	18.03.98	99.25 %	9.52 %
359.971	9 1/8 % Grossbritannien	21.02.01	98.50 %	9.47 %



## US\$

536.364	6 1/2 %	Toyota Motor Fin.	15.11.94	104.90 %	4.02 %
427.488	5 1/4 %	Z-Länderbank Austria AG	28.10.96	99.75 %	5.32 %
597.645	7 1/4 %	Norwegen	14.04.97	105.87 %	5.77 %
896.402	3 1/2 %	Roche Holding ex	16.05.01	78.25 %	6.95 %

## £

360.862	13 3/4 %	British Telecom	14.02.93	101.50 %	11.77 %
554.049	11 %	Deutsche Bank Fin.	19.01.94	102.87 %	9.05 %
299.146	10 1/4 %	Bayerische Hypobank	06.02.97	103.00 %	9.35 %

## Mittelfristige Anlagen in SFr.

## Terminhefte

fester Laufzeit, Änderungen jederzeit vorbehalten)

3 - 8 Jahre 6 %

## Kassaobligationen

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

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

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