

### **1. Visionslose Verweigerung**

Die politischen Wogen der Schweizer Referendumsdemokratie haben sich bis vor gut einer Woche in seltener Wucht über das Land im Herzen Europas ergossen. Was sich zuvor in sonst so einmütigen Familien, Freundeskreisen, Parteien, Verbänden abzeichnete, wurde dann am 6. Dezember landesweite Wirklichkeit: Die EWR-Abstimmung hinterlässt eine zutiefst gespaltene Schweiz. Die Grenze zwischen Ja und Nein verläuft ziemlich genau entlang der Sprachgrenze, wobei sich interessanterweise die italienischsprachigen Tessiner mit ihrem Nein den Deutschschweizern angeschlossen haben. An Interpretationsversuchen mangelt es nicht. Sie reichen von der geschichtlichen Begründung (Dritt-Reich-Trauma der Deutsch- und Italienischschweizer) bis zur Annahme, die Welschen hätten eine besondere Begeisterung für Delors...

Die eigentliche Katerstimmung ist nach einer Woche des Distanzgewinnens vorbei, und man beginnt sich die Augen zu reiben. Die Vernünftigeren unter den Befürwortern und Gegnern billigen sich gegenseitig nun wenigstens achtbare Beweggründe zu. In der Tat war die EWR-Frage ja keineswegs eine Schwarz/Weiss-Situation mit in allen Aspekten eindeutigen Antworten; vielmehr wurde von den einen das abgelehnt, was die anderen als notwendiges Uebel gerade noch zu akzeptieren bereit waren.

Das Hauptproblem besteht allerdings darin, dass aus der Verweigerung keine eindeutigen Konzepte für einen künftigen politischen Kurs der Schweiz gelesen werden können. Die ordnungspolitischen Puristen unter den EWR-Gegnern haben mit den grün-alternativ-feministischen Utopisten ebensowenig zu tun wie diese mit den fremdenfeindlich bis rassistisch motivierten "Patrioten". Möchte sich die Schweiz auf ihrem selbstgewählten Alleingang nun aber in einem übermächtigen Europa behaupten, so ist ein riesiger Handlungsbedarf vorhanden. Es gilt, die Unmenge von Kartellen und Verkrustungen auszuräumen, das unübersehbar gewordene Gewächs von Subventionen und anderen Ausgleichsmechanismen zu kappen, das Wachstum des Staates zu bremsen, die Rechtssicherheit wieder herzustellen, kurz: die Schweiz auf den sicherlich harten Gegenwind vorzubereiten und zu trimmen.

Die Skepsis, ob solches gelinge, könnte grösser nicht sein. Es fehlt unserem Land an einer geistigen Elite, die - ausgerüstet mit der nötigen Vorurteilslosigkeit und Ideologiefreiheit - in echtem "Leadership" die Zügel an die Hand nehmen könnte. Auch eine Demokratie kann ohne herausragende Köpfe nicht leben; die Masse als solche hat keine staatspolitischen Qualitäten.

## **2. Leadership fehlt überall**

Wer den Globus etwas eingehender betrachtet, dem kann nicht entgehen, dass wir am Ende des Jahres 1992 mit einer noch stets sehr ungewohnten Zersplitterung konfrontiert sind. Vermutlich hat es mit dem Auseinanderfallen früher sehr kompakter Strukturen zu tun, dass auch kaum mehr Führungskräfte vorhanden sind, die unangefochten ihrer Aufgabe nachkommen können. Margaret Thatcher regiert nicht mehr, Bush nur noch wenige Wochen, Mitterrand ist alt und krank, Kohl weiss angesichts der Wiedervereinigungslasten kaum mehr ein und aus, Jelzin wird von links und von rechts (was das in Russland auch immer heisst) in seinem Reformkurs (wenn es sich überhaupt um einen solchen handelt) bedrängt, und der japanische Ministerpräsident Miyazawa ist eine weitgehend gesichtslose Figur.

Die Aufzählung könnte quasi tel quel in bezug auf die Wirtschaft fortgesetzt werden. Die grossen Figuren sind abgetreten, neue Kräfte vermögen bis heute noch nicht zu überzeugen. Bislang unangefochtene Megastrukturen wie IBM, General Motors, Philips, Olivetti, Fiat, Daimler-Benz oder Swissair stehen im Gegenwind und reduzieren ihren Umfang. Wo sind die Unternehmensführer, die in dieser deplorablen Situation einzugreifen imstande sind? Sie fehlen.

Was aber vor allem fehlt, sind überzeugende Zukunftsperspektiven, sind Visionen, sind neue Hoffnungen. Sie fehlen im Politischen wie im Oekonomischen. Leadership hat sehr viel damit zu tun, Hoffnung zu vermitteln. Der Zerfall der politischen Strukturen ruft unerbittlich nach Ablösung der Generation, die sich darin wohlfühlt und darin erfolgreich geschlagen hatte. Diese Generation wird nicht Hoffnungsträger in dieser neuen, komplizierteren Welt mehr sein können. Die gegenwärtigen deflationären Tendenzen der Weltwirtschaft rufen nach Ablösung einer Generation, die im Umfeld von Schuldenaufbau und Megalomanie gewirkt hatte.

Die Ablösung ist im Gange. Es gilt, die damit verbundenen Risiken zu erkennen und die möglichen Chancen nicht zu verpassen.

## **3. Weltpolitische Risiken**

Ein weiterer Blick auf den Globus präsentiert uns eine Welt mit einer Unzahl kleinerer und grösserer Konfliktherde. In Mitteleuropa gehen Serben auf Kroaten und muslimische Bosnier los, Europa schaut macht- und willenslos zu. Etwas weiter östlich flackern die Konflikte in Georgien, Aserbeidschan und Armenien stets wieder auf. Moldawien ist eine Weichstelle der russischen Republik. Die Ukraine pocht auf ihr Atom- und Marinepotential. In den baltischen Staaten fühlen sich die russischen Einwanderer benachteiligt. Die Tschechoslowakei wird aufgeteilt, die Slowaken exportieren Panzer in die Dritte Welt.

Die Türkei kämpft gegen Kurden, nicht nur im eigenen Land, sondern auch im benachbarten Irak. Irak seinerseits denkt nicht daran, die Waffenstillstandsbedingungen zu erfüllen. Iran und Pakistan bauen an der Atombombe. In Indien werden Moscheen und Tempel geschleift. China erhöht den Druck auf

Hongkong. Die Amerikaner verlassen ihre philippinischen Stützpunkte. Japan möchte die Kurilen-Inseln von Russland zurückhaben.

In Somalia sind amerikanische Soldaten im Rahmen einer humanitären Aktion gelandet. In Aegypten und Algerien drohen fundamentalistische Machtübernahmen. In Südafrika harzt es mit den Verhandlungen zur Beendigung der Apartheid. Die Wahlen in Angola haben das Land an den Abgrund eines neuen Bürgerkriegs gebracht. In Kuba regieren die letzten kommunistischen Fossile. Vermutlich nicht mehr lange.

Was soll die Aufzählung? Wir möchten gewiss nicht die Weihnachtsstimmung verderben. Aber eines scheint uns klar: Das alles ist nicht mehr im Sinne eines globalen Krisenmanagements zu bewältigen. Es kann nicht genug betont werden, dass es in Zukunft wieder vermehrt beim Einzelnen liegt, wie er sich in dieser Vielzahl von Risiken durchschlägt. Der Traum vom übergeordnet gemanagten Weltfrieden ist ausgeträumt, und letztlich wird es eben so sein: the fittest will survive. Die Naturgesetze schlagen zurück.

#### **4. Zerfällt auch Europa?**

Ein weiterer Blick, diesmal auf die Europakarte, lässt zusätzliche Fragezeichen aufkommen. Es ist doch schon seltsam, dass ausgerechnet zu dem Zeitpunkt, da alle Welt auseinanderstrebt, grösste Anstrengungen für eine westeuropäische Totalintegration unternommen werden. Politisch gesehen kann ein Vereinigtes Europa beim heutigen weltpolitischen Stand der Dinge nur eine Berechtigung haben: das territorial erstarkte Deutschland einzubinden.

Für eine weitergehende wirtschaftliche Integration ist eine politische Union unnötig, wenn nicht geradezu hinderlich. Denn die grossen kulturellen, sozialen und politischen Gegensätze enden bei einer politischen Union mit Sicherheit in einem Umverteilungssystem grössten Ausmasses und mithin in einer weiter erhöhten Staatsquote mit all ihren negativen Anreizen und Auswirkungen für die Wirtschaft. Ein freier Binnenmarkt dagegen muss zwingend auch das Element des Wettbewerbs zwischen den territorialen Einheiten beinhalten. Harmonisierung, wie sie die EG momentan anstrebt, ist stets eine Angleichung nach unten, Wettbewerb jedoch strebt nach oben.

Das sollten all jene im Auge behalten, die blauäugig für die möglichst schnelle Erfüllung des Maastrichter Abkommens plädieren. Die dort für den Eintritt in ein europäisches Währungssystem geforderte "Konvergenz" könnte sehr wohl auch zum Umverteilungsvehikel werden. Die Finanzmärkte haben diese Gefahr und Tendenz frühzeitig erkannt und sind deshalb daran, die Politik gründlich zu desavouieren.

#### **5. Das Währungssystem ist bereits soweit**

Das europäische Währungssystem (EWS) verliert nach und nach an Teilnehmern. Beim Verfassen dieses Kommentars ist Norwegen soeben aus der einseitigen Bindung an das EWS ausgeschieden, was das Wall Street Journal zur Frage veranlasst, ob dies möglicherweise sogar das Ende dieses Währungssystems sein könnte. Bei allen Vorteilen hat ja ein

Regime fester Wechselkurse für die einzelnen Länder den grossen Nachteil, im Spielraum für eine eigenständige Wirtschafts- und Geldpolitik enorm eingeschränkt zu sein. Zinsdifferenzen zu anderen Währungen oder Unterschiede in den Inflationsraten führen zwangsläufig zu unterschiedlichen Bewertungen durch die Märkte. Solange innerhalb des Systems einigermaßen ausgeglichene Verhältnisse in bezug auf Konjunktur, Wirtschafts- und Geldpolitik herrschen, bleibt das Gefüge stabil. Wenn aber ein Teilnehmer, aus welchen Gründen auch immer, zu anders formulierten Prioritäten kommt, dann sind Anpassungen nötig oder sogar das Ausscheiden aus dem Teilnehmerkreis.

Genau dies können wir nun beobachten. Durch die Wiedervereinigung hat Deutschland einen Investitionsboom erlebt, der an den andern Ländern Europas weitestgehend vorbeiging. Die deutsche Konjunktur zeigte noch nach oben, als sich halb Europa bereits deutlich in eine Rezession hinuntertauchen sah. Deutschland musste auf die geldpolitische Bremse stehen, als in den andern Ländern ein unterdurchschnittliches Geldmengenwachstum angesichts tiefer Inflationsraten und rückläufiger Konjunkturindizes bereits gefährlich werden musste.

Am vergangenen Donnerstag hat die Deutsche Bundesbank erneut bestätigt, eine Zinsanpassung nach unten könne kein Thema sein; hingegen werde man für 1993 mit einem etwas erhöhten Geldmengenwachstum zwischen 4,5 und 6,5 % (für M3) rechnen dürfen. Es liegt auf der Hand, dass die deutsche Sonderproblematik den Fortbestand der europäischen Integration in Frage stellt, und es wird von eminenter Bedeutung sein, welche Kräfte schliesslich obsiegen. Unsere Prognose geht dahin, dass noch in den nächsten 6 Monaten mit einem Entgegenkommen der Bundesbank zu rechnen sei. Wenn sie auf ihrem dogmatischen Kurs verharret, kommt - unter anderem - unausweichlich der französische Franc unter Druck, und dies hätte nicht nur das definitive Ende des EWS zu Folge, sondern würde darüber hinaus der europäischen Integration und dem Verhältnis Deutschland - Frankreich enormen Schaden zufügen.

## **6. Wie die gegenwärtige Rezession aussieht**

Die nun sehr eindeutigen, negativen Wirtschaftszahlen haben wenigstens einen Vorteil: Wir müssen nicht mehr als einsame Rufer in der Wüste funktionieren. Mittlerweile haben sogar die verschiedenen Konjunkturforschungsstellen begriffen, dass sich die Schweiz in einer Rezession befindet.

Die Verharmloser vom Dienst sind nun aber wieder bezüglich Deutschland am Werk. Wir sind der Ansicht, dass auch dort die Rezession härter ausfallen wird als allgemein erwartet. Alle wesentlichen Indikatoren zeigen nach unten. Vorderhand bekämpft die Bundesbank ungeachtet aller Wirtschaftsdaten den strukturell bedingten Inflationsdruck. Der ökonomische Schock der Wiedervereinigung ist wesentlich nachhaltiger als ursprünglich angenommen; das hohe Produktivitätsgefälle zwischen Ost und West führt zu entsprechend hohen Transferzahlungen. Das alles deutet nicht auf einen baldigen

Aufschwung hin. Wir gehen von einem deutlich unter Null liegenden Wachstum im nächsten Jahr aus.

Auch im übrigen Europa stehen die Zeichen nicht sonderlich gut. Grossbritannien bekämpft schon seit einiger Zeit eine nachhaltige Wirtschaftsabschwächung, Skandinavien muss sich angesichts der Rezession sogar von einigen seiner sozialstaatlichen Errungenschaften trennen, Italien versucht, sich aus dem fiskalpolitischen Schlamassel durch Privatisierung maroder Staatskonzerne zu retten. Am relativ besten geht es Frankreich, das 1992 ein reales Wachstum von 2,1 % verzeichnen konnte.

### **7. Aufschwung in den USA?**

Nach einer beispiellosen Tiefzinspolitik - die kurzfristigen Zinsen im US-Dollar notieren zurzeit zwischen 3,5 und 4 % - beginnen einige Wirtschaftszahlen nun wieder nach oben zu zeigen. Der Gesamtindex der vorausseilenden Indikatoren kletterte im Oktober um 0,4 %. Das Bruttoinlandprodukt dürfte 1992 real um 2,8 % wachsen. Das nun etwas positivere Bild wird allerdings getrübt durch die infolge der Weltrezession schlechter gewordenen Exportaussichten. Ebenso bleiben natürlich die alten strukturellen Probleme, namentlich das hohe Staatsdefizit, erhalten.

Ein interessantes Phänomen ist bezüglich der staatlichen Refinanzierung zu beobachten. Da sich die private Kreditnachfrage in den letzten Jahren derart drastisch verringert hatte, war es dem Staat ohne weiteres möglich, sich im eigenen Land zu refinanzieren. Die "Savings" überstiegen 1992 den Mittelbedarf des öffentlichen Sektors um 20 %. Wenn nun der Aufschwung allzu rasant erfolgen sollte, dann liegt aufgrund dieser Konstellation ein rascher Anstieg der Zinssätze auf der Hand, und dies wiederum würde das Erreichte recht bald in Frage stellen. Das Beste, was man sich für die USA deshalb wünschen kann, ist ein moderates Wachstum und ein vorsichtiges Vorgehen des neuen Präsidenten bezüglich fiskalischer Stimulierung.

### **8. Zinsrückgang mit Auswirkungen**

Der lange erwartete Zinsrückgang ist im Schweizer Franken nun sehr markant eingetreten. Die Deutsche Bundesbank hat sich vorderhand einer weiteren Senkung bei den DM-Zinsen entgegengestellt. Wir nehmen an, dass wegen der aufgezeigten europapolitischen Problematik und aufgrund der viel schärferen Rezession diese Haltung bald einmal korrigiert werden muss. Der Zinsrückgang würde dann ganz Europa umfassen. Es liegt auf der Hand, dass langfristige Obligationen erstklassiger Schuldner in einem solchen Umfeld das ideale Anlagemedium darstellen.

Zinsen sind allerdings nicht gleich Zinsen. Interessanterweise passen sich bei sogenannten Zinsrückgängen lediglich die Zinsen auf den Finanzmärkten an, währenddem die (von Banken und anderen Finanzintermediären vergebenen) Unternehmenskredite weiterhin auf einem hohem Zinsniveau verharren. Dasselbe war und ist ja auch noch stets im Niedrigzinsland USA zu beobachten. Noch heute betragen die Zinsen für ein erstklassiges "corporate loan" 8 %, dies bei

Kapitalmarktzinsen (3 Monate) von weniger als 4 %! Kredite für nicht absolut erstklassige Schuldner notieren noch weit höher. Kreditkartenausstände müssen mit mehr als 15 % berappt werden. Zweierlei ist daraus zu folgern: Erstens werden Zinsrückgänge offensichtlich vom Bankensystem "aufgesogen", um die Bilanzen wieder in Ordnung zu bringen. Zweitens werden bonitätsmässig nicht ganz lupenreine Unternehmen sich nicht mehr am Kapitalmarkt refinanzieren können, sondern eben bei den Banken. Mit andern Worten findet eine De-Securitization statt, also das Umgekehrte wie in den 80er-Jahren. Die Deflation hat strukturelle Auswirkungen.

### 9. Aktienbörsen

Bei den internationalen Aktienbörsen kann man zwei Gruppen unterscheiden: solche, die sich seit den Höchstständen relativ gut gehalten haben (USA, Südafrika und Grossbritannien), und solche, bei denen zum Teil sehr schmerzhaft Rückschläge zu verzeichnen waren (Deutschland -23 %, Japan -58 %). Für den internationalen Investor boten die "besseren" Börsen aber keine valable Alternative, da sich dort die Währungen zum Teil eklatant abschwächten.

Etwas zweites gilt es zu beachten: Jegliche Aufwärtsbewegung, namentlich auch in den USA, ist von nur sehr wenigen, sehr prominenten Titeln getragen. Was wäre die Schweizer Börse ohne die Blue Chips Roche, Nestlé und Sandoz? Alle anderen Titel, namentlich sogenannte "Nebenerwerte", weisen eine schlechtere Performance auf. Wer sich nicht auf Abenteuer einlassen will oder nicht besondere Kenntnisse über "ganz sichere" Anlagen hat, sollte sich deshalb nicht aufs Glatteis begeben und nicht allzu weit vom festen Boden der Blue Chips entfernen.

### 10. Währungen

Die Ueberlegungen über den möglichen Zerfall des europäischen Wechselkurssystems schliessen nicht aus, dass sich nach den notwendigen Anpassungen, also nach den Abwertungen der weicheren europäischen Währungen, wieder ein mehr oder weniger stabiles Gleichgewicht einstellt. Die nach unserer Ansicht unausweichliche Zinsanpassung im DM-Bereich über die nächsten sechs Monate schliesst auch aus, dass die DM/SFr.-Parität abnormalen Schwankungen unterworfen würde. Hingegen kann davon ausgegangen werden, dass der US-Dollar gegenüber den europäischen Währungen stärker tendiert, wenn sich die positiven Wirtschaftszahlen bestätigen und die Zinsdifferenz zwischen Dollar und Mark geringer wird.

### 11. Unsere Anlagepolitik

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

## 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
898.674	7 1/2 % Sulzer Bros Inc.	29.11.96	102.50 %	6.76 %
127.585	3 1/2 % Zürich Versicherung	15.12.96	92.25 %	5.72 %
099.132	3 1/2 % Alusuisse ex	06.04.97	89.00 %	6.50 %
110.162	0 % Roche Holding ex	15.05.97	76.50 %	6.25 %
119.655	4 % S I G ex	25.07.98	90.00 %	6.18 %
016.357	4 3/4 % Kt. Bern ex	10.12.02	91.50 %	5.90 %
003.113	6 1/4 % Eidgenossenschaft	07.01.03	103.80 %	5.74 %
022.513	6 3/8 % Stadt Zürich	26.11.04	102.75 %	6.05 %

#### Ausländische Schuldner (verrechnungssteuerfrei)

892.990	5 1/4 % Pacific Gas & Electric	01.11.95	96.75 %	6.52 %
881.074	6 1/4 % Weltbank	11.11.99	103.30 %	5.66 %
299.495	7 % Commerzbank nachr.	26.02.02	104.00 %	6.46 %
482.457	7 1/2 % Haute Savoie	07.08.02	108.00 %	6.36 %
012.555	6 1/4 % Prov. Ontario	27.01.03	102.00 %	6.02 %
483.004	7 % S N C F	07.10.04	107.25 %	6.12 %
612.268	5 % Schweden	21.03.08	88.00 %	6.26 %

#### Obligationen auf fremde Währungen (quellensteuerfrei)

##### DM

291.557	8 % B R D S.89	20.02.95	101.45 %	7.48 %
638.732	6 1/4 % Australien	01.03.96	97.15 %	7.26 %
359.257	7 1/8 % Grossbritannien	28.10.97	99.55 %	7.25 %
290.962	6 % B R D	20.10.98	94.95 %	7.09 %
423.759	8 % Oesterreich	17.06.02	104.10 %	7.42 %
303.828	7 1/4 % B R D	21.10.02	99.35 %	7.35 %
105.474	3 % Eurofima ex	09.12.02	71.10 %	7.15 %

##### Hfl.

534.099	6 1/4 % Niederlande	01.05.95	97.60 %	7.36 %
536.494	8 1/2 % Rabobank	03.07.97	104.90 %	7.18 %
533.657	7 1/2 % Niederlande	15.11.99	101.20 %	7.28 %
536.475	8 1/4 % Niederlande	15.06.02	105.70 %	7.43 %

##### ECU

597.626	9 % Norwegen	01.07.96	100.75 %	8.71 %
474.715	8 1/2 % Crédit Local de France	30.01.97	99.12 %	8.95 %
435.256	9 1/4 % E W G	18.03.98	102.62 %	8.73 %
359.971	9 1/8 % Grossbritannien	21.02.01	101.70 %	8.93 %

## US\$

536.364	6 1/2 %	Toyota Motor Fin.	15.11.94	102.75 %	4.97 %
017.079	6 1/2 %	Ciba-Geigy Corp.	22.12.97	100.75 %	6.32 %
882.068	5 3/4 %	K f W Intl	04.09.97	98.75 %	6.05 %
896.402	3 1/2 %	Roche Holding ex	16.05.01	77.30 %	7.21 %

## £

554.049	11 %	Deutsche Bank Fin.	19.01.94	104.00 %	7.78 %
361.403	7 5/8 %	British Gas	18.11.97	99.37 %	7.79 %

## Mittelfristige Anlagen in SFr.

## Terminhefte

(fester Laufzeit, Aenderungen jederzeit vorbehalten)

3 - 8 Jahre 6 %

## Kassaobligationen

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

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