

### **1. Vom Gläubiger zum Investor**

In diesem Anlagekommentar war schon oft von "struktureller Krise", von notwendigen "Strukturanpassungen" die Rede, und gemeint war meist das ökonomische Phänomen des gewaltigen Schuldenaufbaus eigentlich aller Wirtschaftssektoren - der Industrie, der Dienstleistungsunternehmen, der Privaten, des Staates. Angesichts drastischer Zahlen wurde die Problematik hoher Schuldenberge stets am Beispiel der USA vorexerziert.

Die oft geforderten und wegen ihrer Unumgänglichkeit auch prophezeiten Strukturanpassungen sind jetzt weitgehend im Gange. Die weltweit geringe Kreditnachfrage widerspiegelt die Bemühungen namentlich der Privatschuldner, ihre Bilanzen wieder in Ordnung zu bringen. Die Bankenausleihungen nahmen 1992 weltweit in absoluten Zahlen ab, die erweiterte Geldmenge vieler Industrieländer bewegt sich auf historischem Tiefstniveau (beispielsweise in den USA bei 2 %, in Japan um 0 %).

Auf die konjunkturellen Folgen dieser Entwicklung wird noch zurückzukommen sein. Vorab soll jedoch für einmal etwas näher beleuchtet werden, was die strukturellen Anpassungen auf der Seite des Geldgebers implizieren. Der Schuldenaufbau der Achtzigerjahre endete ja bekanntlich in einer praktisch global zu beobachtenden restriktiveren Geldpolitik der Notenbanken und mithin in einem markant höheren Zinsniveau. Der Anleger sah sich in der komfortablen Lage, sein Geld in hochrentierenden zinstragenden Instrumenten anzulegen. Die rückläufigen Inflationsraten verliehen den Renditen realen Charakter: die Realverzinsung (Differenz zwischen nominellem Zinsniveau und Inflationsrate) war wie kaum je zuvor sehr hoch. Dank der Effizienz der Kapitalmärkte und der weltweit tätigen, recht zuverlässigen Ratingagenturen konnte der Gläubiger die Risiken seiner Anlagen weitgehend kontrollieren. Er kam mit anderen Worten in den Genuss risikoarmer und gleichzeitig dennoch hochrentierender Anlagen. Da Risiko und Rendite aber ökonomisch gesehen ein Paar sind, die sich gegenseitig bedingen, konnte dieser paradiesische Zustand nicht allzu lange dauern.

Nach und nach gehen diese goldenen Gläubigerzeiten nun eben zu Ende. Angefangen mit den USA, wo das Fed seit mehr als zwei Jahren eine aggressive Zinssenkungspolitik fährt, über Japan, wo sich die kurzfristigen Zinssätze nun bereits auf ein Niveau von unter 4 % reduziert haben, konnten wir in den letzten vier Monaten auch in der Schweiz eine sehr deutliche Zinssenkungsrunde miterleben. Für den Anleger als Gläubiger heisst das, dass er nun für absehbare Zeit wieder weniger komfortable reale Renditen erzielen kann.

Wenn sich die Realzinsen verringern und somit zinstragendes Geld weniger attraktiv wird, dann muss der Anleger nach anderen Instrumenten Umschau halten. Die Alternative liegt auf der Hand: es sind Aktien. In Zeiten hoher Realzinsen fristen die Eigenkapitalanteile ein Schattendasein, da ihre Opportunitätskosten im Vergleich zu Zinsanlagen zu hoch sind: Wer möchte denn schon eine sichere, hochrentierende Zinsanlage mit einer in jeder Hinsicht weniger sicheren Eigenkapitalanlage vertauschen?

Der globale Zinsrückgang wird nun also dazu führen, dass sich die Anleger wieder vermehrt um die Aktienmärkte werden kümmern müssen. Oft wird, namentlich im breiten Publikum, nicht verstanden, weshalb in rezessiven Zeiten die Aktienbörsen markant zulegen können. Der Schlüssel für die Erklärung liegt in diesen Opportunitätskostenüberlegungen.

Im Effekt bedeutet der gelegentliche Umstieg des Anlegers von Zinsinstrumenten auf Aktien, dass er ein sehr viel höheres Risiko tragen muss. Historische Untersuchungen im Schweizer Markt zeigen, dass die Wahrscheinlichkeit negativer Renditen bei Aktien mehr als dreimal höher ist als bei Obligationen. Das erhöhte Anlegerrisiko ist das Spiegelbild dessen, was sich in der Wirtschaft draussen abspielt: Die unter dem Druck der Rezession restrukturierten, abgespeckten oder auch neu aufgeteilten Unternehmen müssen sich in einem Umfeld harter Konkurrenz neu behaupten und ihren Erfolg erkämpfen. Einige werden bessere Zeiten sehen, aber es gibt auch ein Ausfallrisiko.

## **2. Elemente der Weltkonjunktur**

Die übergeordneten weltwirtschaftlichen Tendenzen lassen sich mit etwa sechs Hauptelementen darstellen. Zunächst ist einmal an die stets noch zunehmende weltweite Verschuldung der öffentlichen Haushalte zu erinnern. Weder den USA noch den europäischen Staaten gelingt es, ihre Finanzierungsverhältnisse einigermaßen in Ordnung zu bringen. Und wenn schon, dann wird versucht, mittels Steuererhöhungen die Defizite zu reduzieren. Sparanstrengungen hingegen enden in der wohltonenden Deklaration oder scheitern am Umstand, dass das Rückgängigmachen staatlicher Ausgaben ungleich schwerer ist als das Geldverteilen. Nüchtern betrachtet besteht ja darin die Funktion der Politiker ...

Leere Staatskassen limitieren den Spielraum für allfällige antizyklische Massnahmen (von denen ja aufgrund aller ökonomischen Erkenntnis ohnehin nicht viel zu halten wäre); stets weiterwachsende Defizite belasten die Wirtschaft, das heisst die Unternehmen, die Privaten, die Finanzmärkte, mit der Einsicht, dass irgendwann einmal die Situation doch noch bereinigt werden muss. Nicht umsonst ist das amerikanische Buch "The Bankruptcy of 1995" zu einem Bestseller geworden. Der Autor zeigt anhand der Fortschreibung bisheriger Zuwachsraten, dass 1995 die Zahlungen für den Schuldendienst einen so hohen Anteil am Steueraufkommen angenommen haben werden, dass somit für die USA der Zeitpunkt für den Gang

zum Konkursrichter gekommen wäre. Wenn auch, wie unschwer an den Beispielen von Italien oder Belgien gezeigt werden kann, die tatsächlichen Geschehnisse dann doch nicht so dramatisch ausfallen, so kann nicht genug auf die Belastungen des Wirtschaftssystems durch solche negativen Erwartungen hingewiesen werden.

In der übrigen Wirtschaft findet zweitens aber, wie schon dargestellt, in bezug auf die Gesamtverschuldung eine Flurbereinigung statt. Die Zahl angemeldeter Konkurse erreicht Monat für Monat neue Spitzenwerte. Die Vergabe neuer Kredite durch die Banken ist gering. Bevor wieder neues Geld locker gemacht wird, versucht man offensichtlich, die bestehende Bilanz wieder in Ordnung zu bringen. Die bald täglich stattfindenden Bankenfusionen in der Schweiz auf regionalem, ab und zu aber auch auf höchstem Niveau sind die sichtbaren Anzeichen solcher Anstrengungen. Unter den Titel der Bilanzbereinigung ist zum Beispiel auch die Ausgliederung von sogenannten "Altlasten" der Berner Kantonalbank einzuordnen. Allein die Höhe der involvierten Beträge (5 Milliarden Franken bzw. 2000 Risikopositionen) macht einem das Ausmass der notwendigen Flurbereinigung bewusst. Das Berner Institut ist ja nur eines von mehreren ...

Drittens sind die gemachten Aussagen über das Realzinsniveau insofern zu relativieren, als zwar tatsächlich in den USA, später in Japan und nun eben auch in der Schweiz die Zinsen an den Finanzmärkten gesenkt wurden, dass aber die relevanten Kreditzinsen für die Unternehmen und namentlich für jene ohne direkten Zugang zu den Finanzmärkten nach wie vor sehr hoch sind. Im Zuge der Bilanzsanierung vergrössern die Banken zunächst eben einmal ihre Marge und geben die Lockerung der Geldmengenpolitik nicht vollumfänglich an die Kreditnehmer weiter. Je länger diese Phase dauert, umso ernster wird die Situation für die Unternehmungen als Schuldner.

Ein viertes Element: Wohin das Auge auch schauen mag, es hat eigentlich von allem zuviel. Zuviel Immobilien, zuviel Restaurants, zuviel Boutiquen, zuviel Antiquitäten, zuviel Banken, zuviele Versicherungen, zuviel Arbeitskräfte. Die Rohstoffpreise sind weltweit gedrückt. Dieses vierte Element heisst Deflation, real tiefere Preise für Arbeit, Güter und Dienstleistungen.

Fünftens gibt es Anzeichen, dass so etwas wie ein phasenverschobener Zyklus über die Welt hinwegwallt. Es scheint, dass die USA nach der sehr aggressiven Lockerung der Geldmengenpolitik den Tiefpunkt der Rezession durchschritten haben. Als nächste dürften dann in diesem Phasenmodell die Japaner einen Silberstreifen am Horizont sehen, und schliesslich werden auch in Europa die Notenbanken aufgrund der negativen Wirtschaftszahlen zu einer weniger restriktiven Geldversorgung finden. Die Schweiz hat sich, vermutlich auch unter dem Eindruck des negativen Ausgangs der EWR-Abstimmung, vorzeitig aus dem deutschen Zinskontext abmelden können.

Denk' ich - sechstens schliesslich - an Deutschland in der Nacht ... Die Bundesrepublik Deutschland erfüllt nun keines der Konvergenzkriterien des Maastrichter Vertrags mehr. Die Inflationsrate (mittlerweile 4,4 %) ist zu hoch, der Staatshaushalt ist aus den Fugen geraten, die Konjunktur ist rückläufig, die Steuerbelastung steigt. Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass die Rezession schärfer als erwartet ausfallen werde. Die stets noch restriktive Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank wird zu einem monetären "overkill" mit all seinen negativen Auswirkungen führen. Durch die enge Vermaschung Deutschlands mit der übrigen europäischen Wirtschaft beschränken sich diese Auswirkungen nicht auf die Bundesrepublik. Europa leidet an den Folgen der Wiedervereinigung.

### 3. Schwieriges Jahr 1993

Aufgrund dieser insgesamt negativen Ausgangslage mit dem Sonderelement der bundesdeutschen Wiedervereinigungskomplikation muss davon ausgegangen werden, dass das begonnene Jahr ohne grosse konjunkturelle Verbesserungen enden wird. Es ist denkbar, dass die USA hierin eine gewisse Ausnahme bilden werden, auf globalem Niveau wird die Aussage aber zutreffen. Inflation wird - global - in diesem Jahr kein Thema mehr sein. Der strukturelle Anpassungsprozess wird weitergehen; der Privatsektor wird sich weiter entschulden. Europa wird sein Zinsniveau senken müssen.

Für die Bundesrepublik Deutschland wird, nach einem Wachstum des Bruttosozialprodukts von etwa 1.1 % im Jahr 1992, für 1993 noch ein Wachstum von real 0.3 % geschätzt (Durchschnitt einer repräsentativen Bankenumfrage). Wir könnten uns sogar einen realen Rückgang vorstellen. Bei einem dermassen hohen Zinsniveau, einer zunehmenden Fiskalbelastung und einer zudem noch sehr starken Mark kann der Exportsektor kaum mehr zu einem Wachstum beitragen. Im Binnenmarkt ist der Wiedervereinigungsboom am Abklingen, und es macht sich eine sehr deutliche Ernüchterung für private Investitionen in den neuen Bundesländern breit. Eine Zinssenkung durch die Deutsche Bundesbank ist deshalb keine prinzipielle Frage mehr, sondern nur noch eine Frage der Zeit und des Ausmasses.

Die Schweizerische Nationalbank hat angesichts der sehr prekären Wirtschaftssituation ihre Prioritäten seit etwa vier Monaten verändert. Nicht mehr der Aussenwert des Frankens steht an oberster Stelle (wie man früher zeitweilig zumindest vermuten musste), sondern eindeutig die Anpassung der Geldpolitik an die Realitäten der Konjunktur. Die geradezu euphorische Hektik der Emissionshäuser in den Monaten November und Dezember letzten Jahres hat nun aber eine Konsolidierungsphase im Markt mit den Festverzinslichen notwendig gemacht. Wir glauben nicht, dass ohne ein Zinnsignal aus der Bundesrepublik vorderhand viel Spielraum für einen weiteren Zinsrückgang gegeben sei.

Der Verlauf der schweizerischen Konjunktur lässt keine Fragen offen. Das reale Bruttoinlandprodukt stagniert seit Ende 1990, die Kapazitätsauslastung der Industrie ist rückläufig, die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen schwinden stark, der Detailhandelsumsatz tendiert seit rund 12 Monaten schwächer, und auch die Exportzahlen brechen ein. Für das laufende Jahr rechnen wir mit einer Inflationsrate von unter 3 %, einem nur sehr geringen Wirtschaftswachstum und insbesondere einer nach wie vor tiefen Investitionsneigung. Unter dem Eindruck hoher Arbeitslosigkeit und in vielen Fällen tieferer Reallöhne wird auch der Konsum rückläufig sein. Angesichts der globalen Rezession sehen wir auch keine Veranlassung für höhere Hoffnungen in den Export. Am Immobilienmarkt und in der Bautätigkeit werden die Impulse noch ausbleiben. Erst deutlich tiefere Hypothekarzinsen hätten hier positive Auswirkungen. In den letzten Rezessionen (1974/75, 1981/82) dauerte es jeweils etwa 6 bis 9 Monate, bis nach einem unverkennbaren und nachhaltigen Anstieg der Geldmenge (M1) die Konjunktur erste Anzeichen für eine Verbesserung aufwies. Aufgrund der Komplikation der Situation durch die deutsche Problematik glauben wir nicht an solche Anzeichen vor dem ersten Quartal des nächsten Jahres.

Besseres ist zur amerikanischen Wirtschaftssituation zu sagen. Die radikale Kur des Fed macht sich nun doch bemerkbar. Das Wirtschaftswachstum betrug 1992 real 2 %. Dazu hat der Export praktisch nichts, der Konsum mit einer Zuwachsrate von etwa 3 bis 4 % (4. Quartal 92) beigetragen. Die Inflationsrate konnte bei etwa 3 % stabilisiert werden. Die kurzfristigen Zinsen notieren unter 4 %, die langfristigen bei 7 %, sind somit für amerikanische Verhältnisse sehr tief. Zu Sorgen Anlass geben muss angesichts der tieferen Sparrate die Frage, wie neben dem immensen Budgetdefizit ein allfälliger markanter Aufschwung des Privatsektors finanziert werden könnte, ohne dass der Kapitalmarkt eine entsprechende Preisanpassung vornehmen müsste und mithin das tiefe Zinsniveau in Gefahr bringen würde. Es sieht so aus, dass ein "Durchwursteln auf höherem Niveau" die einzige Lösung ist, die das amerikanische Finanzsystem vor grösseren Schwierigkeiten bewahren wird.

#### **4. Das Dilemma mit der Deutschen Mark**

Wenn man davon ausgeht, dass die Prognosen für Deutschland in dieser Form zutreffen werden und dass insbesondere die Zinssatzsenkung lediglich eine Frage der Zeit sei, dann stellt sich natürlich die Frage, ob dann die Deutsche Mark nicht einem gewissen Abwertungsdruck ausgesetzt sein könnte. Die Zinsdifferenzen zwischen den Währungen sind ja eines der Bestimmungselemente für Wechselkurse.

Unsere Ueberlegungen gehen dahin, dass zwischen der DM und Währungen, die einem ähnlichen konjunkturell bedingten Zinssatzsenkungsdruck ausgesetzt sind, bei einer Zinssenkungsrunde in Deutschland wenig Wechselkursverschiebungen resultieren würden. Hingegen besteht ein Abwertungspotential

gegenüber Währungen, die selbst nicht mehr über ein Zinssenkungspotential verfügen oder bei denen ein solches konjunkturell nicht angebracht wäre. Konkret bedeutet dies, dass bei einer Zinsrunde der Deutschen Bundesbank innerhalb des Europäischen Währungssystems nicht allzu viel passieren würde, ja, dass das EWS erst durch eine solche Massnahme wieder einigermaßen ins Gleichgewicht käme. Eine deutsche Zinsrunde würde einen analogen Schritt in der Schweiz bewirken und somit der Relation SFr. - DM auch keinen Abbruch tun. (Wir rechnen damit, dass die Schweizerfrankenzinsen im kurzfristigen Bereich bis 4 %, im langfristigen bis unter 5 % sinken könnten.) Grundsätzlich anders sieht es jedoch gegenüber dem amerikanischen Dollar aus. Im Dollarbereich besteht weder die Möglichkeit noch die Veranlassung zu einer noch grosszügigeren Geldpolitik, deutsche Zinsen hin oder her. Eine sich gegenüber der DM verringemde Zinsdifferenz würde deshalb den Dollar stärken.

Solche Modellüberlegungen gelten, der Einfachheit halber, stets "ceteris paribus", also nur unter der Voraussetzung, dass alle anderen Bestimmungselemente gleich bleiben. Der Praktiker weiss aber, dass "ceteris paribus" nie eintritt. Als weiteres, sehr wesentliches Bestimmungselement gelten sicherheitspolitische Ueberlegungen. Grössere Turbulenzen im Bereich der ehemaligen Sowjetunion würden den Standort Europa sofort ungemütlicher machen und Kapitalabflüsse bewirken. Es gilt, auch dieses Bedrohungspotential stets im Bewusstsein zu halten.

##### **5. Soll man, soll man nicht, soll man?**

Die eingangs gemachten Ueberlegungen, dass bei einem allgemeinen Zinsrückgang und insbesondere bei tieferen Realzinsen der Anleger wieder vermehrt auf Aktien als Anlagemedium zurückgreifen wird, lassen unweigerlich die Frage aufkommen, wann denn der Zeitpunkt für den Einstieg in den Aktienmarkt gekommen sei. Auch in dieser Frage gibt es ein Dilemma.

Denn wenn auch einerseits von der monetären Seite her die erhöhte Liquidität zu kleineren oder auch grösseren Börsenhäussen führt, so sind im Einzelfall andererseits wegen der rezessiv bedingten schlechten Unternehmensresultate eben auch bittere Enttäuschungen zu erwarten und zu bezahlen. Es gibt unseres Erachtens zwei Vorgehensweisen, welche die Risiken einigermaßen in Schranken halten. Die erste besteht darin, Aktien aus Branchen zu wählen, die erfahrungsgemäss bei Zinssenkungen positiv reagieren. Also sogenannte zinsensitive Werte wie Banken und Versicherungen. Diese Empfehlung gilt bei allen Vorbehalten, die man im Einzelfall gegenüber dem Management der Gesellschaften oder aufgrund vermuteter "Leichen im Keller" haben mag. Die unternehmensspezifischen Risiken gilt es durch eine genügende Diversifikation aufzufangen.

Die andere Vorgehensweise läuft auf eine viel weitergehende Diversifikation hinaus, indem anstelle einzelner Titel ganze Körbe gekauft werden. Dies ist heute auch für den weniger gewichtigen Anleger ohne den Umweg über Anlagefonds möglich,

indem derivativ konstruierte Produkte gekauft werden. Interessant sind dabei vor allem auch Produkte mit einer "eingebauten" Absicherung, also einer Risikobeschränkung nach unten, bei einem etwas beschnittenen Gewinnpotential nach oben. Der von \_\_\_\_\_ & Co. vor etwas mehr als einem Jahr konstruierte und in Zusammenarbeit mit dem Schweizerischen Bankverein emittierte "GRIPS" (Guaranteed Return Index Participation Switzerland) erlaubt beispielsweise eine volle Partizipation an der Entwicklung des Swiss Market Index bis zu einem Höchstgewinn von 33.1 % während der Laufzeit von drei Jahren. Wer den GRIPS zu einem heutigen Kurs von 114 % kauft, der trägt ein maximales Verlustrisiko von lediglich 0.84 % per annum, kann aber bei einem positiven Marktverlauf (Anstieg des SMI um etwa 7 % über die ganze Laufzeit) immerhin mit 10.14 % p.a. profitieren; bei gleichbleibendem Indexstand beträgt die Rendite immer noch 5.38 % pro Jahr.

Soll man oder soll man nicht? Man wird nicht darum herumkommen, die Aktienmärkte wieder etwas besser zu beobachten. Unsere Empfehlung geht dahin, in den rezessiven Zeiten keine Klumpenrisiken durch das Setzen auf zu wenige Titel einzugehen. Die notorischen "sicheren Tips" können gefährlich sein. Wenn schon Aktien, dann breit abgestützt und gut überlegt.

---

## 6. Unsere Anlagepolitik

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

## 7. Von & Co. bevorzugte Aktientitel

		Höchstkurs (13 Monate)	Tiefstkurs	Tageskurs (1.2.93)
CH:	SBG	917	660	917
	SBV	328	229	327
	CS Holding	2'190	1'570	2'150
	Winterthur (N)	3'400	2'390	3'010
	Zürich (N)	2'157	1'735	2'090
	Roche (GS)	4'320	2'590	4'130
	Sandoz (N)	3'210	2'450	3'200
	Ciba-Geigy (N)	746	571	642
	Baer	949	640	940
	Forbo	2'350	1'600	1'890
	Attisholz (N)	375	250	360
	Holderbank	560	404	554
	Nestlé (N)	1'180	867	1'105
BRD:*	Deutsche Bank	672	529	595
	Commerzbank	244	186	236
	Allianz	2'112	1'445	1'925
	VEBA	377	300	343
	RWE	382	318	371
	Siemens	649	474	558

\* Schweizer Zertifikate (in SFr.)

## 8. 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
111.902	2 1/4 %	Keramik Holding AG ex	05.01.96	89.00 %	6.49 %
898.674	7 1/2 %	Sulzer Bros Inc.	29.11.96	105.00 %	5.99 %
099.132	3 1/2 %	Alusuisse ex	06.04.97	92.25 %	5.63 %
110.162	0 %	Roche Holding ex	15.05.97	79.00 %	5.64 %
034.796	5 1/4 %	Eidgenossenschaft	11.02.98	99.85 %	5.28 %
068.721	5 1/4 %	St. Gallische KB ex	21.11.02	97.00 %	5.65 %
027.497	5 1/2 %	Kt. Appenzell-Ausserrh.	15.02.03	100.50 %	5.43 %
090.404	4 1/4 %	S B G ex nachr.	25.06.04	86.75 %	5.87 %

#### Ausländische Schuldner (verrechnungssteuerfrei)

892.990	5 1/4 %	Pacific Gas & Electric	01.11.95	98.00 %	6.05 %
020.044	6 %	Shell Australia (Notes)	14.01.00	101.40 %	5.75 %
299.495	7 %	Commerzbank nachr.	26.02.02	105.25 %	6.22 %
012.555	6 1/4 %	Prov. Ontario	27.01.03	102.20 %	5.95 %
019.884	5 1/2 %	O E K B	03.02.03	100.10 %	5.49 %
471.895	6 5/8 %	Helsinki	18.03.04	103.00 %	6.24 %
612.268	5 %	Schweden	21.03.08	91.50 %	5.86 %

#### Obligationen auf fremde Währungen (quellensteuerfrei)

##### DM

291.557	8 %	B R D S.89	20.02.95	102.10 %	6.86 %
359.257	7 1/8 %	Grossbritannien	28.10.97	100.75 %	6.92 %
290.962	6 %	B R D	20.10.98	96.40 %	6.77 %
026.988	7 1/2 %	Finnland	27.01.00	100.50 %	7.41 %
303.828	7 1/4 %	B R D	21.10.02	101.10 %	7.08 %
105.474	3 %	Eurofima ex	09.12.02	73.70 %	6.73 %
025.272	7 1/2 %	Deutsche Finance nachr.	10.02.03	102.10 %	7.20 %

##### Hfl.

534.099	6 1/4 %	Niederlande	01.05.95	98.55 %	6.95 %
536.494	8 1/2 %	Rabobank	03.07.97	106.00 %	6.86 %
533.643	6 3/4 %	Niederlande	15.02.99	99.00 %	6.96 %
033.240	7 %	Niederlande	15.02.03	99.60 %	7.06 %

##### ECU

597.626	9 %	Norwegen	01.07.96	102.80 %	8.00 %
474.715	8 1/2 %	Crédit Local de France	30.01.97	102.30 %	7.81 %
435.256	9 1/4 %	E W G	18.03.98	105.65 %	7.86 %
359.971	9 1/8 %	Grossbritannien	21.02.01	105.35 %	8.19 %

## US\$

536.364	6 1/2 %	Toyota Motor Fin.	15.11.94	103.65 %	4.33 %
004.130	5 1/2 %	Schweden	01.12.95	101.15 %	5.05 %
017.079	6 1/2 %	Ciba-Geigy Corp.	22.12.97	103.12 %	5.75 %
993.850	4 %	Sandoz Overseas ex	30.09.98	90.00 %	6.14 %
896.402	3 1/2 %	Roche Holding ex	16.05.01	80.00 %	6.72 %

## £

361.403	7 5/8 %	British Gas	18.11.97	101.25 %	7.30 %
008.642	7 1/4 %	Weltbank	15.12.98	100.12 %	7.22 %

## Mittelfristige Anlagen in SFr.

## Terminhefte &amp; Co.

(Anlagen mit fester Laufzeit, Aenderungen jederzeit vorbehalten)

3 - 4 Jahre 5 1/4 %      5 - 8 Jahre 5 1/2 %

## Kassaobligationen

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

5 1/4 - 5 3/4 % je nach Institut und Laufzeit

## Kurzfristige Anlagen

- Depositionskonto 3 % für Wertschriftenverkehr  
(Freigrenze für Barrückzüge Fr. 20'000.-- pro Monat)

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