

1. **Illumination oder Illusion**

Es mag manchem Leser des "Anlage-Kommentars" unpassend erscheinen, in der Jahreszeit der Illumination, der festlichen Anlässe und des wärmenden Kerzenlichts einmal mehr an Realitäten erinnert und vor Illusionen gewarnt zu werden. Aber zum einen handelt es sich beim Kommentar aus dem Hause ja nicht um eine Erbauungsschrift, und zum andern hätte, wenn schon, ja auch die Weihnachtsgeschichte angesichts des sozialen Umfeldes, in der sie spielt, und des völlig mangelnden Machtanspruchs etwas sehr Desillusionierendes in sich, zumindest in bezug auf die Machbarkeit gesellschaftlicher oder politischer Umstände. Darauf wird noch zurückzukommen sein.

Warnung vor Illusionen soll zunächst also das Thema sein, und zuvorderst steht dabei der Hinweis auf die Gefahren der Extrapolation. Was ist damit gemeint? Nun, seit gut andert-halb Jahren sind in der Wirtschaft recht eindeutige Trends erkennbar. Die Zinsen haben sich so verhalten, wie einige früh, die meisten etwas später, nun aber eigentlich fast alle erkannt haben. Dahinter steht eine Wirtschaftsentwicklung, deren rezessives, ja deflationäres Ausmass sich auch schon recht früh angekündigt hatte, die nun aber sehr eindeutig spürbar und schmerzhaft geworden ist. Mit dieser gesamtwirtschaftlichen Entwicklung war eine Geldpolitik einhergegangen, die dem Beobachter und Kommentator der Kapitalmärkte schon bald einmal die Voraussage einer nachhaltigen Erholung der Aktienkurse infolge erhöhter Liquidität bzw. niedriger Zinsen erlaubte.

Eindeutige Trends sind angenehm, weil man dann fast nichts falsch machen kann. Kaum einer, der in diesem zu Ende neigenden Jahr an den Obligationen- und Aktienmärkten nicht zumindest ein bisschen mitverdient hätte. Eindeutige Trends sind aber eben auch gefährlich, weil aufgrund der sehr einfachen Verhaltensstruktur der Märkte der unrichtige Schluss gezogen werden könnte, es gebe das Element des Risikos nicht mehr. Die scheinbare Inexistenz von Risiko ruft dann jeweils die Scharlatane in der Berufsgattung auf den Plan, die munter auf die Fortschreibung der so eindeutigen Trends setzen; bei unausweichlich eintretenden Trendwenden und unüberschaubaren Unsicherheitssituationen sind deren spätere Abstürze vorprogrammiert. Bereits tauchen in den einschlägigen Blättern Inserate auf, in denen man sich mit "Super-Performance" und "Top-Rendite" brüstet, und es wäre illusionär zu glauben, dass nicht auch diesmal irgendwelche Gutgläubige hereinfallen und den Schalmeien folgen.

Eindeutige Trends stellen, über längere Zeit gesehen, im Wirtschaftsgeschehen die Ausnahme dar. Normalerweise herrscht hohe Unsicherheit über die künftige Entwicklung vor. Die Oekonomie spricht von "stochastischer Verhaltensweise" und meint damit zufallsabhängige Entwicklungen. Es kann auch sein, dass sich hinter der Zufallsabhängigkeit schlicht und einfach Unkenntnis über die komplexen und noch unverstandenen Zusammenhänge versteckt. Dies tut aber nichts zur Sache, weil so oder so ein grosses Ausmass an Unsicherheit Faktum ist.

Unsicherheit in bezug auf die Vorhersage künftiger Entwicklungen zuzugeben, ist in oder nach einer Phase eindeutiger Trends schwierig, aber ein Gebot der Redlichkeit. Und deshalb sei die Warnung vor den gefährlichen Extrapolanten, den Trend-Fortschreibern, an den Anfang dieses Kommentars gestellt.

2. Boom von Derivaten: gefährliche Illusionen oder Illusion der Gefahren?

Die weltweite Volumensteigerung bei den sogenannten "derivativen Geschäften" ist in den letzten Monaten in die Schlagzeilen der Wirtschaftspresse geraten, nachdem sie zuvor schon eine Weile die Fachpresse sowie einige besonders besorgte Beobachter des Geschehens beschäftigt hatte. Der Grund liegt zum einen darin, dass es sich nicht nur um eine massvolle Volumensteigerung, sondern geradezu um ein explosionsartiges Umsichgreifen dieser Geschäftsform handelt. Zum andern sind mit derivativen Geschäften stets Zahlen mit vielen Stellen vor dem Komma involviert, und grosse Zahlen rufen verständlicherweise Unbehagen hervor. Es ist Aufgabe eines Anlage-Kommentars, zu einigen Aspekten Stellung zu nehmen.

Zunächst zum zweiten Punkt, zu den grossen Zahlen, und zu der oft gehörten Behauptung, dies allein lasse auf ein hohes Systemrisiko von derivativen Instrumenten oder gar Märkten schliessen. Vieles hat dabei recht eigentlich nur mit der Notation, der Schreibart dieser Geschäfte zu tun. Nehmen wir als Beispiel den Devisenterminkontrakt, eine Absicherungs- bzw. auch Spekulationsform, wie man sie schon längst vor dem Boom der Derivate gekannt hatte. Manche Kritiker, die heute den Mahnfinger erheben, haben sie in früheren Zeiten mit völliger Selbstverständlichkeit und in grossem Ausmass betrieben.

Die Annahme sei, dass jemand für SFr. 1 Mio. US-Dollar auf Termin, sagen wir auf drei Monate kaufe. Der Terminkurs belaufe sich auf Fr. 1.52, für ein Komptantgeschäft zahle man heute Fr. 1.49 pro US-\$. Beläuft sich nun das Risiko dieses Geschäfts auf 1 Million Schweizerfranken? Ja, und zwar im unwahrscheinlichen Fall, dass innerhalb von drei Monaten die US-Währung gegenüber dem Schweizerfranken zum Nonvaleur werde. Im Normalfall bewegen sich die Währungsschwankungen aber innerhalb einer Bandbreite von etwa 10 bis 20 Prozent, und mithin müsste das Risiko des Kontrakts mit etwa Fr. 100'000.- bis Fr. 200'000.- veranschlagt werden. Im Devisengeschäft berechnen die Banken normalerweise eine

Sicherheitsmarge von 20 Prozent und fahren damit dann gut, wenn die Marge im Zeitverlauf immer wieder sauber nachberechnet wird. Unter Marge versteht man eine verwertbare Hinterlage oder eine andere, der Bank als genügend erscheinende Sicherheit.

Was nun die grossen Zahlen betrifft: In vielen oder gar den meisten Fällen beziehen sie sich nun eben auf die eine Million Franken und nicht lediglich auf die vernunftmässig anzunehmende Bandbreite des Risikos. In den Geschäftsberichten von Banken, aber auch in den Berichten etwa der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), figurieren aber die grossen Zahlen.

Eine zusätzliche Information: Das traditionelle Devisengeschäft macht auch heute noch innerhalb des gesamten derivativen Geschäfts nach wie vor den Hauptanteil aus.

Sind nun aber als Konsequenz dieser Relativierung die Gefahren des Derivatensbooms illusionär?

3. Die Illusion eindeutiger Antworten

Die Antwort muss unbefriedigenderweise Ja und Nein lauten. In Fortführung des gemachten Beispiels des Devisenterminkontraktes sei zunächst einmal festgehalten, dass es sich beim sehr gewichtigen Futures-Geschäft um nichts anderes als auch um Terminkontrakte handelt. Futures sind Terminkontrakte, die in ihrer rechtlichen Form vereinheitlicht sind, deshalb als solche handelbar sind wie eine Ware und für die aus eben diesem Grunde hocheffiziente Märkte bestehen, nämlich Börsen.

Börsen für derivative Instrumente wie etwa die SOFFEX in der Schweiz, die LIFFE in London oder die COMEX in Chicago haben den Vorteil, dass dort sämtliche Beteiligten zur Hinterlage einer Marge für ihre Netto-Risiko-Position gezwungen sind und dass diese Marge täglich abgerechnet wird. Die Unzweideutigkeiten in der Form der Kontrakte und mithin die Rechtssicherheit des Systems sind hoch zu veranschlagen. Dies gilt sowohl für die besprochenen Futures-Geschäfte wie auch für die ebenfalls an solchen Börsen handelbaren Options-Geschäfte.

Etwas anders und differenzierter ist die Situation in bezug auf derivative Geschäfte zu beurteilen, die an diesen Börsen vorbeigehen. Man spricht dann von sogenannten "Over-the-Counter-Geschäften" (OTC), also Geschäften, die gewissermassen am Bankschalter zustandekommen. Ihre zahlenmässige Bedeutung hat in den letzten Jahren sehr stark zugenommen, wohl vor allem deshalb, weil die Spezifikationen der einzelnen Kontrakte frei gewählt werden können. So sind sehr langfristige Optionsgeschäfte praktisch nur "over the counter" erhältlich, und auch Ideen des financial engineering in abgelegenen Märkten und Ländern sind nur über OTC-Kontrakte zu bewerkstelligen.

Das Problem liegt nun aber darin, dass für diese OTC-Kontrakte die Systemsicherheit einer sehr eng kontrollierten Börsenorganisation entfällt. An ihre Stelle tritt die Positionsführung der "Market-Maker", die laufend das Netto-

Risiko der eingegangenen Kontrakte nachführen und so eine Art Privatbörse betreiben. So sauber und seriös in den einschlägigen Abteilungen der Banken und Broker gearbeitet wird, so sicher ist diese Geschäftsart für die Zukunft auch zu beurteilen.

Und da gibt es nun schon einige ernstzunehmende Fragezeichen. Zunächst sind neue Risiken allein aufgrund der volumenmässigen Zunahme nicht von der Hand zu weisen. Wichtiger scheint jedoch der Umstand, dass faktisch nur jene, die solche Geschäfte generieren, in ihren Organisationen auch in der Lage sind, die Kontrolle darüber auszuüben. Man mache sich keine Illusionen: dem Management und den vorgesetzten Behörden (Verwaltungsrat) fehlen ganz einfach sowohl Kenntnisse wie auch Zeit für eine wirksame Kontrolle des derivativen Geschäfts dieser Art.

Oft sind die Konstrukte aber zusätzlich so komplex, dass nur ganz wenige Spezialisten in der Lage sind, diese richtig, das heisst in bezug auf alle ihnen immanenten Risiken, zu interpretieren. Solche Spezialisten haben eine lange Ausbildung hinter sich, werden hoch entlohnt und neigen deshalb kaum dazu, zum Beispiel in einem internen Inspektorat eingesetzt zu werden.

4. Illusorische Selbstkontrolle - ebenso illusorische Kontrolle durch den Markt?

Eine im wahrsten Sinne des Wortes sträfliche Illusion wäre nun zu glauben, es könne auf die Länge gutgehen, wenn eine ganze Geschäftsart hoher finanzieller Bedeutung auf die Länge nur von denjenigen, die sie generieren, kontrolliert wird. Das hat es noch nie gegeben und wird es auch nicht geben. Die menschliche Natur neigt nun einmal im unkontrollierten Vakuum zu Nachlässigkeiten, Fahrlässigkeiten oder gar zu strafbaren Handlungen. Die in diesem Geschäft tätigen Häuser tun gut daran, ihre Systeme und Kontrollmechanismen so gut wie möglich darauf auszurichten.

Skeptisch muss man hingegen sein gegenüber dem Ruf nach mehr Kontrolle des derivativen Geschäfts durch eine Art öffentlicher internationaler Mega-Aufsicht, wie sie in letzter Zeit verschiedentlich gefordert wurde. Wenn die Bankenkontrolle schon im ganz normalen Bankgeschäft den Fakten hintennachhinkt und wenn man zusätzlich weiss, dass ein grosser Teil des OTC-Geschäfts auch gar nicht über Banken abgehandelt wird, sondern häufig bei kleinen und kleinsten Finanzgesellschaften oft weitgehend rechtsfreien Domizils entsteht, dann kann man sich eine wirksame Kontrolle mit dem besten Willen nicht vorstellen.

Mehr Hoffnung wäre auf die immanenten Kontrollmechanismen des Marktes zu setzen. Letztlich hat ja jeder Marktteilnehmer ein hohes Interesse an der Seriosität und der Bonität seines Gegenübers. Werden die Risiken zu unübersehbar, richtet sich deshalb der Markt von selber ein, Eingrenzungsmechanismen zu finden. Es entspricht einem guten Zeichen, dass bereits heute Bonitätsunterschiede bei den Gegenparteien im OTC-Geschäft zu sehr namhaften Renditedifferenzen führen. Man hat also die Wahl zwischen besseren

Konditionen und unsichereren (unbekanntem, schlecht beurteilbaren, intransparenten) Gegenparteien oder besser veranschlagten Gegenparteien und tieferen Renditen.

Eine Illusion sei allerdings auch weggefegt: Der Markt arbeitet nicht nach dem (ohnehin illusionären) Machbarkeitsprinzip, sondern vielmehr nach dem Mechanismus von "trial-and-error". Ohne Fehlentwicklungen und ohne blutige Nasen gibt es keine Korrekturen. Das sei jenen ins Stammbuch geschrieben, die sich - siehe oben - in trügerischer Sicherheit wähnen. Solche gibt es auf Erden nicht.

5. Sicherheit und Machbarkeit

Damit sind wir bei einem letzten Themenkreis, der unter dem Titel "Illusionen" noch zu behandeln wäre. Das Problem der Sicherheit beschäftigt momentan die Länder Westeuropas in besonderem Masse. Die Umwälzungen im ehemaligen Ostblock haben zu Zuwanderungen von Personen geführt, die bezüglich Waffengebrauch andere als hiesige Vorstellungen haben. Eher hausgemacht dagegen scheint das Drogenproblem mit der einhergehenden Kriminalität zu sein, darüber hinaus eine geradezu sträfliche Nachlässigkeit der politischen Behörden gegenüber der öffentlichen Sicherheit ganz allgemein.

In der Schweiz brachte dann eine Bluttat durch einen "Häftling auf Wochenendurlaub" an einer jungen und hoffnungsfrohen Frau das Fass des Unmuts zum Ueberlaufen. Verständlicherweise, darf man anfügen, denn vieles, wie zum Beispiel die Unmöglichkeit für Frauen, für ältere oder gebrechliche Menschen, nachts noch sicher durch eine Schweizer Stadt zu gehen, wurde bis anhin quasi gleichmütig erduldet. Rasch war man von einer Seite des politischen Spektrums zur Stelle, die Schuld an den Zuständen "den Linken und den Netten" zuzuschreiben. So populistisch und pauschalisierend-undifferenzierend diese Anschuldigung als solche ist, einen wahren Kern birgt sie insofern, als es durchaus stimmt, dass die Ideen der 68er-Generation mit den vorliegenden unannehmbaren Resultaten zu tun haben. Eine ganze Juristen-, Psychologen-, Sozialarbeiter-, Journalisten-, Politikergeneration, die heute das Sagen hat, denkt noch heute im Schema jener, die von der Selbstlosigkeit und hohen charakterlichen Qualität der Menschen träumte, vorausgesetzt, die Gesellschaft (gemeint war die "kapitalistische") zerstöre dies alles nicht. Im Umkehrschluss dieser Denkart liegt dann ja die wahre Gefahr: Dass die Gesellschaft für alles und jedes verantwortlich gemacht wird und dem individuellen Tun, allenfalls auch individueller Schuld, keine Bedeutung zukommt. Dieser Denkart haben wir die Anspruchsinflation an "die Gesellschaft" zu verdanken.

Nun wird von anderer Seite her "law and order" das Wort geredet. Naheliegend, aber auch gefährlich, weil ebenso illusionär. Wenn nämlich geglaubt wird, dass mit viel Polizei und viel Gefängnissen allein bessere Zustände geschaffen werden könnten, dann entspräche dies einer gefährlichen Täuschung, der in der Geschichte schon manche erlegen sind. Das Drogenproblem, man kann es drehen wie man will, ist zum Beispiel durch Prohibition allein sicher nicht zu lösen.

Der Ruf nach "law and order" entspringt letztlich eben demselben Machbarkeitswahn in bezug auf gesellschaftspolitische Zustände wie das vorherrschende marxistische Denken der 68er-Generation. Friedrich August von Hayek hat zu mehr Selbstbescheidung der menschlichen Gattung aufgerufen und wurde nicht müde, auf die a priori nicht zu bewältigende Komplexität menschlicher Interaktion hinzuweisen. Eine Gedankenführung, die, wenn vielleicht auch unausgesprochen, von der Jahreszeit der Illumination mehr mitbekommen hat als alles Illusionäre seither ...

6. Chancen der Komplexität

Im Anlagekommentar des Hauses wurde in letzter Zeit schon verschiedentlich auf neue Möglichkeiten hingewiesen, die das Ende der bipolaren Simplizität (d.h. der Zwei-Blöcke-Welt) für den Anleger geöffnet haben. War bis vor drei Jahren ein grösseres oder kleineres Investment in Länder ausserhalb Europas, der USA oder Japans ein weitgehend unmögliches oder zumindest unattraktives Unterfangen, so gehören heute die "Emerging Markets" bereits zum Gewohnheitsjargon der Anlageberater. Unser Bankhaus hat bekanntlich den Einstieg in einige solche Märkte mit abgesicherten derivativen Produkten für den konservativen Investor etwas geebnet.

Dazu einiges Zahlenmaterial. Unsere Berechnungen ergeben für Länder, die als "Emerging Markets" in Frage kämen, einen Anteil von 80 Prozent an der Weltbevölkerung. Das Bruttosozialprodukt ergibt zusammengerechnet etwa 15 % des Welt-BSP. Die Börsenkapitalisierung beläuft sich auf ca. 7 % der Welt-Börsenkapitalisierung. Vorausgesetzt, die Diversifikation des globalen Machtgefüges gehe weiter, und vorausgesetzt, dass nicht Protektionismus in einschneidendem Ausmass zu grassieren beginne, müsste aus rein statistischen Gründen auf ein gewisses Wachstumspotential dieser Märkte geschlossen werden.

Dazu kommen weitere, wichtige Faktoren. Im Vordergrund steht interessanterweise der ordnungspolitische Vorsprung verschiedener Schwellenländer gegenüber zurückgebliebenen Entwicklungsländern, möglicherweise aber immer mehr auch gegenüber den Industrieländern. Der Wegfall der Devisenbewirtschaftung, von konfiskativen Steuersystemen und von komplizierten Bewilligungsmechanismen hat zu geradezu sprunghaftem Wachstum geführt. Ein weiteres, wichtiges Element sind die Möglichkeiten der modernen Telekommunikation und des Luftverkehrs, die in diesen Ländern das Fehlen verdrahteter Telefonnetze oder die mangelnde Strasseninfrastruktur ein Stück weit kompensieren.

Es gilt, diesbezüglich am Ball zu bleiben und nicht sämtliche Anlagen auf das Einzel- und Grossrisiko Europa (sprich: Deutschland) zu konzentrieren.

7. Vom Hoffnungsschimmer zum Aufschwung?

Von besonderem Interesse ist für den Wirtschaftskommentator gegenwärtig das Zahlenmaterial aus den USA. In den meisten Indices, die das Wirtschaftsgeschehen widerspiegeln oder ihm

vorausseilen, ist eine Verbesserung eingetreten, so namentlich in den Produktionszahlen, im Konsum der Privaten sowie in deren Kreditfähigkeit. Wir haben angesichts der langanhaltenden, reichlichen Liquiditätszufuhr durch die amerikanische Notenbank lange das Bild vom Pferd, das nicht saufen will, verwendet. Die Frage stellt sich heute, ob es nun säuft, trinkt oder lediglich nippt.

Vergleicht man die Zahlen früherer Aufschwünge (1975/76, 1983) mit den heutigen, so kommt man zum Schluss, dass es sich vorderhand doch nur um ein relativ zaghaftes Trinken handelt. Auf der Konsumentenseite erreichen die bisherigen Zahlen, gemessen in analogen Zeitabständen, rund die Hälfte der Werte früherer Aufschwünge. Der Konsum macht immerhin 67 % des Bruttoinlandprodukts (BIP) aus. Government spending ist mangels Mitteln und wegen des Endes des Rüstungswettlaufes rückläufig. Die Investitionen haben zwar recht kräftig angezogen, doch macht ihr Anteil am BIP nur gerade 8 % aus. Interessant ist dabei zu vermerken, dass die Investitionen hauptsächlich in die Kommunikationstechnologie erfolgen und nicht etwa in handfestere Dinge wie Machinery oder dergleichen.

Entsprechend massvoll erweist sich die Ausweitung der Kreditfähigkeit. Dies zeigt, dass eine vorschnelle positive oder negative Wertung der Entwicklung fehl am Platze wäre. Denn anders als in den früheren, rasanten Aufschwüngen macht es bis heute nicht den Anschein, dass die USA demnächst wieder in eine überhitzte Hochkonjunktur mit einhergehender Inflationsrate rasen. Auch dazu einiges Zahlenmaterial: Die Produzentenpreise blieben im zu Ende gehenden Jahr stabil, die Lohnstückkosten bewegten sich mit 2 % nur ganz minim. Die Kapazitätsauslastung der amerikanischen Wirtschaft ist noch längst nicht erreicht.

Was heisst das auf der geldpolitischen Seite? Es scheint, dass vorderhand keine Aenderung der Notenbankpolitik notwendig ist oder unmittelbar bevorsteht. Die Inflationsrate betrug in den USA über die letzten 10 Jahre stets etwa 3 bis 3 1/2 %. Inflationäre Kräfte sind nirgends auszumachen. Es ist deshalb auch nicht angebracht, in bezug auf die Zinsen im Dollar-Bereich allzu nervös zu reagieren. Gemessen am Index der Produzentenpreise sind die Realzinsen in den USA an sich stets noch relativ hoch. Offenbar richten sich die Märkte in bezug auf die Inflationserwartungen immer noch auf das zackige Auf und Ab der Stop-and-Go-Politik vor 20 Jahren aus. Die Einsicht, dass der gegenwärtige Zyklus deutlich flacher verläuft, müsste die Zinsauguren eigentlich beruhigen.

8. Von Hoffnungsschimmer zu Hoffnungsschimmer

"Das grösste Geschenk: es geht wieder obsi!" titelte jüngst auf gelbem Untergrund eine auflagenstarke Schweizer Zeitung. Inhaltlich etwa gleich äusserte sich dieser Tage die Konjunkturforschungsstelle an der ETH Zürich (KOF), deren Sammelindex vorlaufender Indikatoren im Oktober um 0,4 % gestiegen war. Ganz allgemein rechnet der Konsens der Wirtschaftsprognostiker für die Schweiz im nächsten Jahr

wieder mit einem Wachstum von 1 bis 2 %.

Ist der Optimismus gerechtfertigt? Wir sind etwas vorsichtiger. Denn wir sehen zumindest in einigen Schlüsselbereichen unserer Wirtschaft keinen Grund für eine wesentliche Belebung. So werden kaum Impulse von der Lohnseite ausgehen. Der Druck auf den Haushalten von Bund, Kantonen und Gemeinden wird die öffentlichen Investitionen stark dämpfen. Die effektiven Steuerzahlungen im nächsten Jahr könnten übrigens da und dort noch zu einem bösen Erwachen führen. Die Beschäftigungslage wird weiterhin prekär bleiben, die Arbeitslosen-Versicherungszahlungen werden das Realeinkommen verringern.

Und - noch einmal - sei auf den strukturellen Charakter der Rezession hingewiesen, der alle zyklischen Ueberlegungen ohnehin in Frage stellt. Auf der einen Seite stehen die hohen Hindernisse wohlfahrtsstaatlicher Einrichtungen sowie die in besseren Zeiten eingeführten regulatorischen Hemmnisse, auf der andern Seite die Möglichkeiten moderner (Kommunikations-) Technologie, Produktionsstätten an Standorten mit günstigeren Rahmenbedingungen zu errichten. Der Firmensektor wird nicht in der Schweiz zu investieren beginnen, weil nun die Zinsen etwas gesunken sind. Investiert wird, wenn ein positiver Return on Investment erwartet werden kann. Die Zinsen als Aufwand für Geld sind nur gerade ein Element dazu und nicht mehr.

Die Schlüsselfrage lautet demnach: was geschieht mit einer teilweise zyklischen Rezession und einer weitgehend zyklischen Geldpolitik, wenn sie zum andern Teil von einer strukturellen Krise überlagert wird? Wir wissen nur wenig darüber, weil wir über keine Erfahrungswerte verfügen. Bei aller Unsicherheit sei aber die Prognose gewagt, dass ein breiter Aufschwung wesentlich länger auf sich warten lassen und wesentlich flacher verlaufen werde.

9. Ungebrochener Zinstrend ...

Mit diesen zugegebenermassen eher skeptischen Vorhersagen für das neue Jahr geht konsequenterweise eine Zinsprognose einher, die der sehr mässigen Kreditnachfrage Rechnung trägt. Das Wachstum der privaten Kredite betrug 1993 gerade noch 1 % (gegenüber 4 % bzw. 3 % in den Rezessionsjahren 1974 und 1982 oder 15 % in den Boomphasen). Bei einem Wachstum der Geldmenge von gegenwärtig etwa 14 % und der schwachen privaten Kreditnachfrage wird der sehr hohe staatliche Mittelbedarf bei weitem aufgefangen.

Die Inflation, gemessen am Konsumentenpreisindex, sinkt weiterhin und dürfte nach unseren Schätzungen im Sommer nächsten Jahres bei ungefähr 1 bis 1 1/2 % liegen. Die Produzentenpreise dürften stabil bis rückläufig sein. Mit andern Worten besteht in bezug auf die Realzinsen Spielraum - gegen unten. Wir erachten den Zinstrend als ungebrochen und richten unsere Anlagepolitik darauf aus.

Gleiches gilt, cum grano salis, für Deutschland, und ähnliches für Europa, denen wir uns dann in Anlagekommentaren des nächsten Jahres wieder ausführlicher zuwenden wollen.

10. ... ungebrochene Börsenhausse?

Dass man nach einer monatelangen Börsenhausse nun von dünner werdender Höhenluft spricht und dass manchmal die Gewinnrealisation verlockend erscheint, ist verständlich. Wir sind aufgrund unserer Zinsprognose allerdings trotzdem nicht bereit, uns vom Geschehen an den Aktienbörsen, namentlich der Schweiz und Deutschlands, zurückzuziehen, denn wir erachten die Chancen weiterer Kursgewinne bei anhaltender geldpolitischer Liquiditätszufuhr als noch stets ausreichend bis gut.

Wenn man davon ausgeht, dass Aktienkurse im wesentlichen liquiditätsgeneriert, zinsinduziert, vom Unternehmensgewinn getrieben oder währungsbedingt sein können, so achten wir nun angesichts der zum Teil schwierigen Lage verschiedener Unternehmungen allerdings schon darauf, dass bei der Auswahl unserer Titel mindestens zwei der Kriterien erfüllt sind. Wo beispielsweise die Ertragslage über längere Zeit als prekär erscheint, halten wir uns konsequent zurück. Aus diesem Grund stehen für uns vorderhand Finanzwerte immer noch im Vordergrund.

11. Treten an Ort im Währungsmix

Es gibt mittlerweile einige durch eindeutige Fakten erhärtete Argumente für den US-Dollar. So ist die amerikanische Valuta im Vergleich zu europäischen kaufkraftmässig sicherlich nicht teuer, die Wirtschaftslage in den USA erweist sich als objektiv besser als auf dem alten Kontinent, die US-Wirtschaft "eilt" den anderen in der Welt voraus, und die Zinsdifferenz zu den europäischen Währungen ist tendenziell rückläufig. Dennoch: Es verleiht ein grosses Mass an Unsicherheit aufgrund des atypisch verlaufenden Zyklus mit wenigen Erfahrungswerten. Zudem: Das Fed betreibt möglicherweise Geldpolitik, sicher aber keine Währungspolitik; der US-\$ wird nicht "gepflegt". Unsere Schätzungen für das nächste halbe Jahr liegen in der Bandbreite von 1.50 bis 1.60 für die \$ - SFr.- Parität.

Der Schweizerfranken hat gegenüber den europäischen Währungen noch in keiner Weise an Attraktivität eingebüsst; die jüngsten Inflationszahlen haben eher wieder zu einem Realzinsvorteil geführt. Es macht den Anschein, Deutschland müsse vorderhand wegen seiner Umverteilungs- und Aufbau Probleme nach Osten eine gewisse Risikoprämie in Form höherer Zinsen bezahlen. Die DM - SFr.- Parität liegt für uns in nächster Zeit zwischen -.85 und -.88 .