

Überblick

„Go Global!“ – Wider Erwarten zeigten sich die Mitglieder des elitären G-20-Klubs nach ihrer letzten Sitzung als Gemeinschaft sehr einheitlich und präsentierten im Kollektiv gefasste Entscheide, die gegenwärtige Finanz- resp. Wirtschaftskrise in den Griff zu bekommen. Dies war ein klares Votum pro Globalisierung und kontra Protektionismus. Die überraschten Aktienmärkte quittierten dies entsprechend und legten zwischen 2,5 und 6% zu. Nicht die finanziellen Stimuli waren entscheidend. Von denen haben wir vorerst vermutlich genügend. Viele davon waren ja sowieso bereits gesprochen oder werden von anderen Vorhaben abgezogen. Nein, die Geschlossenheit die Probleme anzugehen, vermochte die Psychologie des Marktes positiv zu beeinflussen.

Man darf nicht vergessen, als man Lehman Bros. über die Klinge springen liess, wurden die Spielregeln verletzt und diese sind seither nicht neu definiert worden. Vertrauen ist das Lösungswort! Und genau da haben die Entscheidungen des G-20 Klubs den Hebel angesetzt. Neben all den finanziellen Aspekten hat man unter anderem beschlossen, Protektionismus nicht zu dulden. Die Weltbank hat denn auch den Auftrag gefasst, ein Auge auf solche Verstösse zu halten. Sie wird vierteljährlich einen Rapport erstellen. Desweiteren wurde beschlossen, keine systemrelevanten Unternehmen mehr fallen zu lassen. Zusätzlich wurde die Kriegskasse des IMF¹ verdreifacht, davon darf USD 250 Mrd. neues Geld in Form von SZRs² geschaffen werden. Der Markt reagierte auf die Nachrichten äußerst positiv. Seit Ausbruch der Krise sei dies nun das erste Mal, dass die Politik nicht im Dunkeln tappen würde, sondern proaktiv handle, meinte der Milliardär und legendäre Hedge Fund Manager George Soros in einem CNBC Interview.

Die grosse Politik hat schlussendlich doch noch begriffen, dass ohne Vertrauen der Finanzmarktteilnehmer in die Märkte sämtliche Stimulierungspakete nichts nützen werden.

¹ Internationaler Währungsfonds

² www.finanz-adressen.de: **Sonderziehungsrechte (SZR)** engl.: Special Drawing Rights (SDR); sind eine zwischen den Staaten vereinbarte gegenseitige Kreditfazilität, die die internationale Liquidität sichern soll. Von dem Internationalen Währungsfonds (IWF) seit dem 1.1.1970 an seine Mitglieder zugeteiltes Reservemittel. Die SZR stellen Guthaben der Mitgliedsländer dar, die sie berechtigen, den IWF für einen bestimmten, im Verhältnis zu ihrer Anteilquote festgelegten Betrag in Anspruch zu nehmen. Ursprünglich mit einer Goldparität versehen, die dem Goldgehalt des US-Dollars entsprach, werden die SZR seit Juli 1974 nach einem gewichteten "Korb" von 16 Währungen bewertet. Die SZR dienen dem IWF als Rechnungseinheit.

Wir sind der Ansicht, dass die G-20 in ihrer letzten Zusammenkunft einen entscheidenden Schritt in die richtige Richtung gemacht hat. Deshalb haben wir uns entschlossen, die starke Untergewichtung von Aktien in den Kundenportfolios zu reduzieren und werden in den nächsten Tagen die Gewichtung amerikanischer Aktien erhöhen. Bei der Auswahl der Region spielte nicht nur die fundamentale Bewertung von Aktien eine entscheidende Rolle, sondern unsere Erwartung, dass, wie so oft in der Vergangenheit beobachtet, eine wirtschaftliche Erholung zuerst in Amerika stattfinden wird. Klar ist auch, dass weitere Schritte folgen müssen, um den Kreditkreislauf wieder in Bewegung zu bringen.

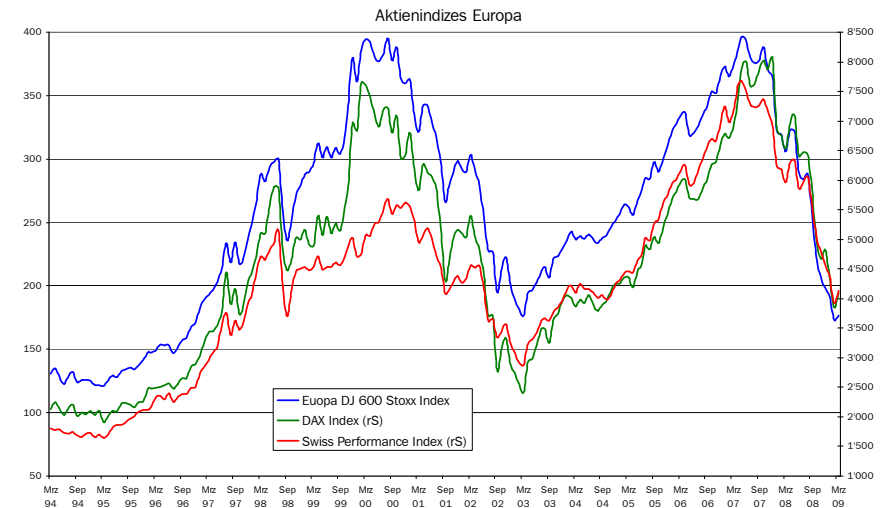
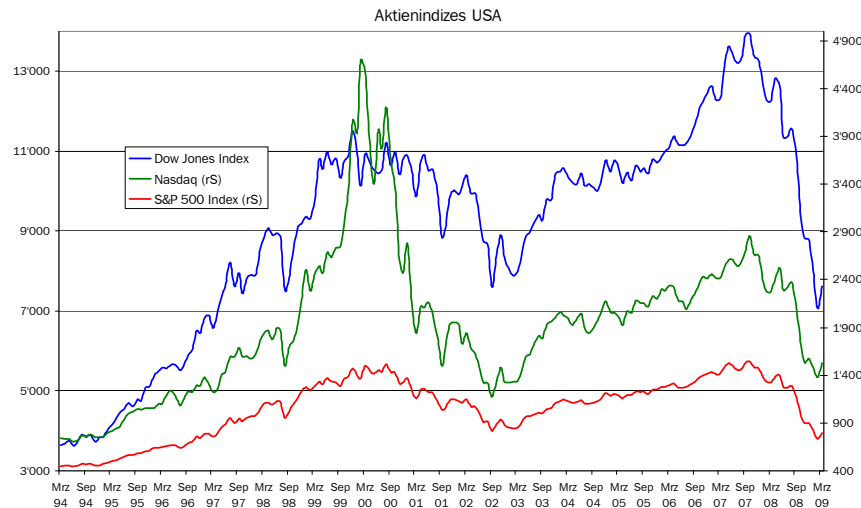
Die anstehende hohe Verschuldung der Vereinigten Staaten wird die Frage aufwerfen, ob der USD als Leitwährung längerfristig noch geduldet wird, und ob die globale amerikanische Vorherrschaft den Zenit nicht bereits hinter sich hat. Längerfristig wird man sich auch fragen müssen, was solche Veränderungen für amerikanische Unternehmen und deren Aktien bedeuten. Der Ablöseprozess der Vorherrschaft des amerikanischen Staates wie der amerikanischen Valuta begann vermutlich bereits im Jahr 2001, wird aber noch etliche Jahre andauern.

Hohe Volatilitäten werden uns in den Finanzmärkten noch eine Weile begleiten. Eine Beruhigung wird erst dann einkehren, wenn sich die Ted-Spreads³ wieder in „normalen“ Bandbreiten befinden. Das wird dann der Fall sein, wenn der Kreditkreislauf erneut funktioniert und Banken sich gegenseitig wieder Geld leihen. Trotz allem sind wir der Meinung, den Tiefpunkt der Krise hinter uns gelassen zu haben.

Sicherlich, spätzyklische makroökonomische Indikatoren, wie beispielsweise die Arbeitslosenrate, werden sich vorerst noch verschlechtern. Mit dem Schock im vergangenen Herbst und dem darauf sofort eingesetzten „deleveraging- Prozess“ in der Industrie kam es zu einem rapiden Abbau von Inventaren in den Vereinigten Staaten. Diese befinden sich auf einem historischen Tief. Es ist deshalb gut möglich, dass wir nach dieser Vollbremsung der Industrie schon bald eine Wiederbelebung des Einkaufsmanagerindexes und der Industrieproduktion sehen werden.

³ Ted Spread = Dreimonatsschatzwechsel minus Dreimonatslibor = Liquiditätsindikator

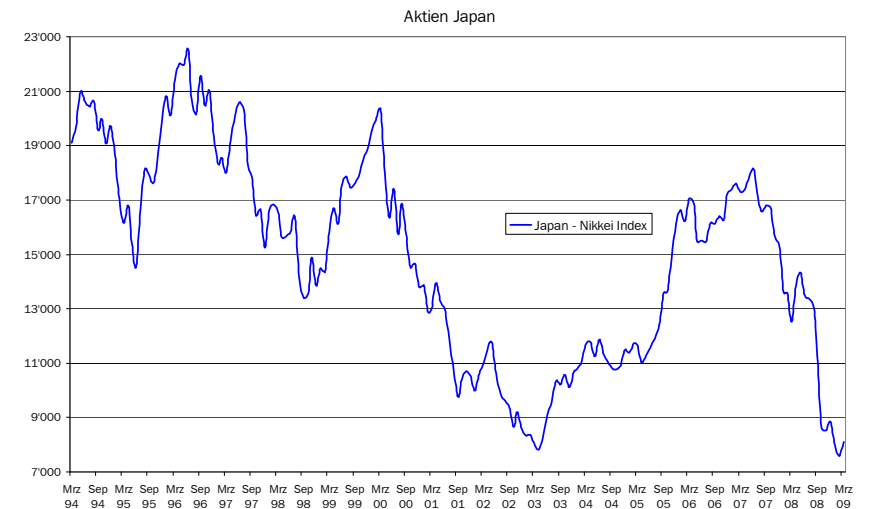
Anlagebericht - 31. März 2009



Rückblick

Aktien

Die ersten Tage des Jahres bescherten uns ein Aktienrally. Finanzwerte vermochten zunächst stark zuzulegen, bis es an den Börsen zur Aufhebung des „Short Sale Ban“ kam. Während des Verbotes bestimmte Aktien leer zu verkaufen, war denn auch nicht die Finanzkrise das Hauptthema in den Medien, sondern vielmehr wurde über den bevorstehenden Abschwung der Wirtschaft diskutiert. Doch mit der Absetzung des Verbotes erhielten spekulative Leerverkäufe wieder grünes Licht. Damit wurde das Problem der Kreditkrise wieder an die Oberfläche geschwemmt. Über den ökonomischen Unsinn von ungedeckten Aktienleerverkäufen können und wollen wir in diesem Report nicht näher eingehen. Gegen gedeckte Leerverkäufe ist andererseits nichts einzuwenden, denn diese können zur Effizienz der Märkte beitragen. Wenn dann ein Portfolio Manager seine Aktien für ein paar Basispunkte an jemanden ausleiht, der gegen seine Aktienpositionen wettet, dann ist er selbst Schuld. – Aktienbestände werden bei SIM grundsätzlich nicht verliehen.



Anlagebericht - 31. März 2009

Nach einem 60%-igen Fall der Aktienmärkte vom Höchst im Oktober 2007 zum tiefsten Punkt Anfang März dieses Jahres gönnt sich der Markt nun eine Verschnaufpause. Verschiedene makroökonomische Indikatoren weisen denn auch auf eine Verlangsamung der Kontraktion der Wirtschaft hin. Es ist aber definitiv noch zu früh, um von einer Trendumkehr zu sprechen.

		<u>Dez 2008</u>	<u>März 2009</u>	<u>Preisrendite⁴</u>
Asien ex Japan	DJ STOXX Pacific	268,1	259,2	-3,3%
Deutschland	DAX	4'810,2	4'084,8	-15,1%
Europa	DJ STOXX 600	198,4	176,5	-11,0%
Japan	TOPIX	859,2	773,7	-10,0%
Schweiz	SPI	4'567,6	4'137,4	-9,4%
USA	S & P 500	903,3	797,9	-11,7%

Die von uns eingesetzten Produkte konnten sich dem allgemeinen Marktgeschehen nicht entziehen, haben aber das Quartal besser abgeschnitten⁵:

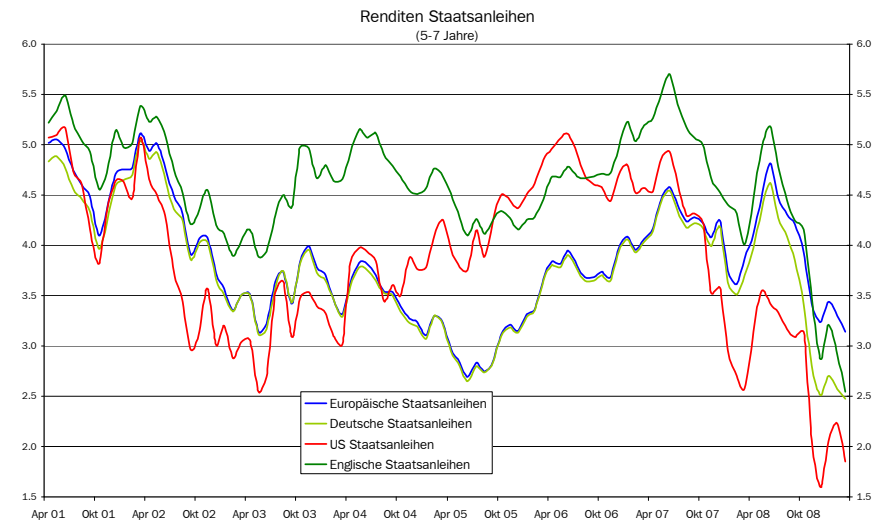
Neuberger Berman US Equity Value (USD)	-11,1%
Performa Fund - Asian Equities (USD)	-6,5%
Performa Fund - European Equities (EUR)	-5,2%
Performa Fund - US Equities (USD)	-9,5%
SIM European Stock Portfolio (EUR)	-4,9%

Obligationen, Zinsen und Währungen

Nicht ganz unerwartet wurde nun nach Spanien auch Irland von Standard & Poor's auf AA+ zurückgestuft. Moody's äusserte Mitte Februar ihre Zweifel am AAA-Rating von Grossbritannien sowie der Vereinigten Staaten. Ein sehr heikles Thema, wenn man bedenkt, dass die USA noch nie gesehene Summen aufnehmen müssen und China bereits heute schon amerikanische Staatsobligationen im Gegenwert von USD 700 Mrd. hält. Die Chinesen haben bereits des öfteren interveniert und sähen die amerikanische Valuta gerne als Leitwährung abgelöst.

Die Massnahmen seitens der amerikanischen und englischen Notenbank, eigene Staatsobligationen aufzukaufen, verhalten dem Markt vorübergehend zu stark rück-

läufigen Zinsen. Vor allem Deflationsängste trieben die Notenbanken, übrigens auch in der Schweiz, Kanada und Japan, zu diesem Schritt. Das Resultat war eine kurzfristig schwächere Währung. Die EZB⁶ sieht vorerst von solchen Massnahmen ab und will in der nächsten Sitzung im Mai darüber entscheiden.



Die EZB hat in ihrem letzten Meeting die Leitzinsen „nur“ um 0,25 Prozentpunkte auf neu 1,25% reduziert. Erwartet wurde eine Rückgang von 0,5 Prozentpunkte. Dies überraschte den Markt und löste im Euro kurzfristig eine Rally aus.

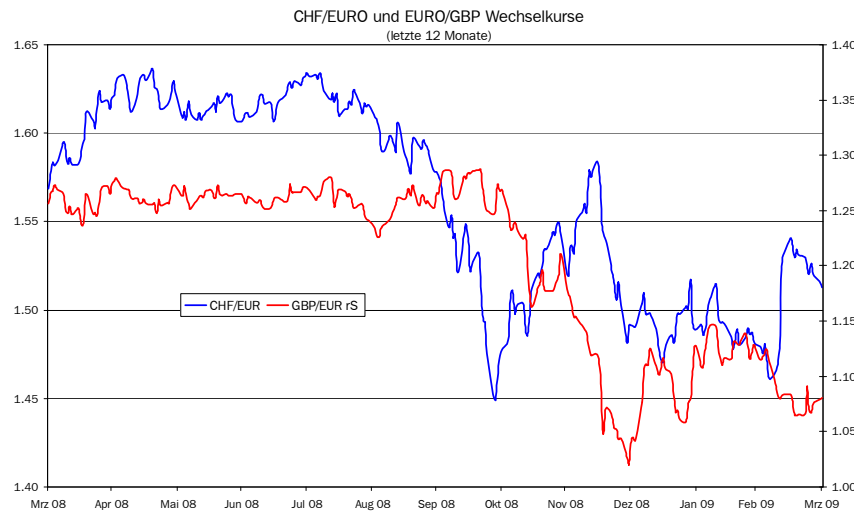
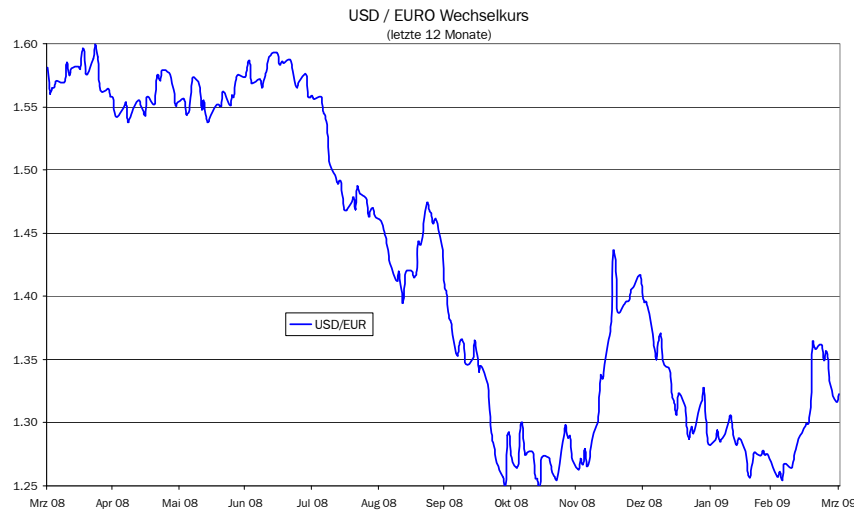
Der Wert des britischen Pfundes hingegen halbierte sich in den letzten 18 Monaten gegenüber dem japanischen Yen. Dies verdeutlicht wieder einmal, wie wenig sinnvoll es ist, wegen einer oftmals nur marginal höheren Verzinsung in Obligationen fremder Währung zu investieren. Generell halten wir den Obligationenteil in der Referenzwährung des Kunden.

⁴ Preisrendite, alle in lokaler Währung seit Anfang Jahr. Ausnahme: DJ STOXX Asia ex Japan Index rapportiert in USD.

⁵ Performance in Fondswährung seit Anfang Jahr

⁶ Europäische Zentralbank

Anlagebericht - 31. März 2009



Über das Quartal gesehen hat es in den Renditen 10-jähriger Staatsobligationen keine grossen Verschiebungen gegeben:

	<u>Dez 2008</u>	<u>März 2009</u>	<u>Renditediff.</u>
USA	2,1%	2,7%	0,6%
Europa	2,9%	3,0%	0,1%
Schweiz	2,1%	2,1%	0,0%
Grossbritannien	3,1%	3,2%	0,1%
Japan	1,2%	1,4%	0,2%

Wie schon erwähnt hat es in den Währungen über die letzten 2 Jahre grössere Verschiebungen gegeben.

	<u>über die letzten 12 Monate</u>	<u>über die letzten 24 Monate</u>
USD/EUR	-16,3%	1,0%
CHF/USD	15,2%	-5,4%
USD/GBP	28,0%	27,4%
Yen/USD	-0,5%	-15,5%

Finanzmärkte – Ausblick

Wirtschaft

Wegen eines guten G-20-Meetings ist die Wirtschaftskrise sicherlich noch nicht vom Tisch. Im Gegenteil, wir befinden uns in einer weltweiten Rezession. Die OECD rechnet mit einem Rückgang der Wirtschaft um 2,7%. Der Handel soll um 13% fallen und in den G-7 Ländern sollen es 36 Mio. Arbeitslose werden.

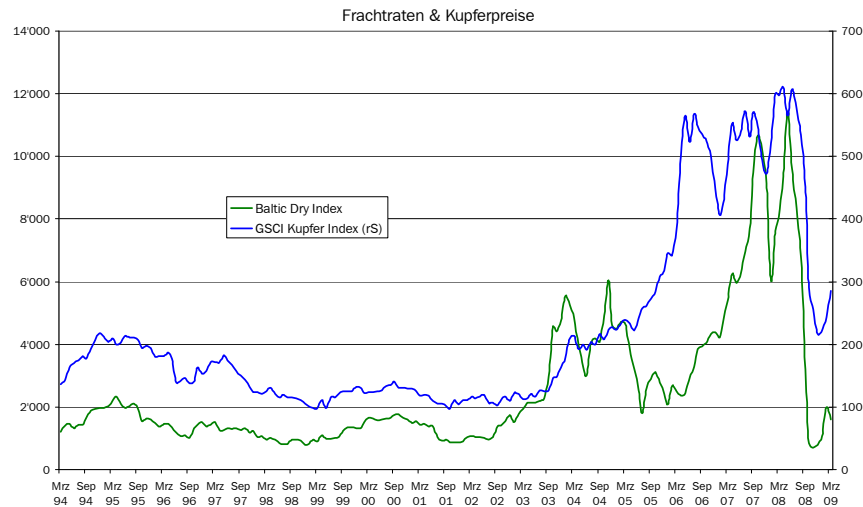
Doch jede Krise findet mal den Boden. Um diesen zu erkennen, haben wir eine Liste von uns wichtigen Frühindikatoren zusammengestellt:

- Die Stabilisierung des Häusermarktes in Amerika,
- die Schliessung des „Ted-Spreads“,
- eine steigende Tendenz der Einkaufsmanagerindices,
- eine steigende Tendenz der Industrieproduktion,
- eine steigende Tendenz des Baltic Dry Index⁷ und
- eine steigende Tendenz im Kupferpreis.

⁷ www.wikipedia.org: „Der **Baltic Dry Index (BDI)** wird von der [Baltic Exchange](http://www.balticexchange.com) in [London](http://www.wikipedia.org) veröffentlicht und ist ein wichtiger Preisindex für das [weltweite Verschiffen von Hauptfrachtgütern](http://www.wikipedia.org) (hauptsächlich Kohle, Eisenerz und Getreide) auf Standardrouten.“

Anlagebericht - 31. März 2009

Selbstverständlich wird es sich dabei nicht um einen linearen Prozess aller aufgeführten Kennzahlen handeln, das wäre etwas zu einfach. Einige der aufgezählten Faktoren senden jedoch bereits positive Signale, wenngleich diese auch noch schwach sind.



Allen Interventionen der amerikanischen Notenbank zum Trotz sinkt der Häusermarkt weiterhin; in den letzten 12 Monaten im Schnitt um knapp 20%, in einigen Regionen mit Spitzenwerten von über 30%.

Kürzlich gemeldete Verkäufe von neuen Häusern stiegen allerdings um 4,7% und Hypothekaranträge um 32,2%. Der Grund der gestiegenen Handänderungen dürfte vor allem in den mittlerweile tiefen Preisen und den historisch tiefen Hypothekarzinsen (4,6%) liegen. Die Steuergutschrift für Erstkäufer von USD 8'000 dürfte ihren Effekt ebenfalls nicht verfehlen. Der Index des Branchenverbandes weist denn auch darauf hin, dass Wohneigentum seit 1970 nie so günstig war wie heute.

Ebenfalls gute Zahlen wurden aus Grossbritannien gemeldet. Gemäss der Nationwide Building Society sind die Hauspreise dort zum ersten Mal seit Oktober 2007 leicht gestiegen.

Der „Ted-Spread“ hat sich in den letzten Wochen ebenfalls zu schliessen begonnen. Wobei festgehalten werden muss, dass sich dieser, um den historischen Durchschnitt zu erreichen, nochmals halbieren muss. Dass der Kreditkreislauf noch nicht richtig funktioniert und das Misstrauen der Märkte gegenüber den Banken immer noch sehr gross ist, kann man gut an den CDS⁸ ablesen.

Amerikanische Banken scheinen weiterhin in grösserer Bedrängnis zu sein als die Konkurrenz auf dem alten Kontinent. Insgesamt sind die Versicherungsprämien für beide Seiten im vergangenen Quartal nochmals gestiegen.

	CDS-Prämien	
	Dez 2008	März 2009
<u>USA</u>		
Morgan Stanley	354,0 Bp	391,8 Bp
Goldman Sachs	250,8	294,5
American Express	239,5	627,5
Citigroup	176,5	666,6
Wells Fargo	111,0	312,5
<u>Europa</u>		
UBS	198,2 Bp	232,5 Bp
Credit Suisse	154,7	190,3
Barclays	130,8	220,0
Deutsche Bank	114,6	135,1
BNP	53,7	112,6

Bei den Frühindikatoren Kupfer und dem Baltic Dry Index zeichnet sich seit dem letzten Quartal eine Erholung ab. Rund 90% des Welthandels werden über den Seeweg transportiert und im letztgenannten Index gemessen. Vor allem China soll die Gunst der Stunde genutzt und sich mit verhältnismässig günstigen Rohstoffen eingedeckt haben. Gemäss dem Broker Harper Peterson (Harpex) nahmen die Aktivitäten im letzten Monat deutlich zu. Er rechnet mit einer Bestätigung des Trends für April und Mai. In der Vergangenheit waren dies die Hauptmonate für neue Vertragsverhandlungen⁹.

⁸ www.wikipedia.com: „Ein **Credit Default Swap (CDS)** ist ein Kreditderivat zum Handeln von Ausfallrisiken von Krediten, Anleihen oder Schuldennamen“, d.h. eine Art Kreditversicherung, welche in Basispunkten (Bp) notiert. Bei einem Kreditvolumen von 100 Mio bedeutet ein CDS von 150Bp. eine jährlich anfallende Prämie von 1,5 Mio.

⁹ FuW, 1.4.2009: „Die Welt handelt über die Meere“

Anlagebericht - 31. März 2009

Die beiden Einkaufsmanagerindices der USA und Grossbritanniens meldeten gegenüber Februar ein leichtes Plus. Wohlgermerkt, wir sprechen hier von einer Verlangsamung der Kontraktion. Beide Indices weisen einen deutlichen Wert von unter 50 aus, welche weiterhin auf ein negatives Wachstum der Wirtschaft hinweisen. Trotzdem überraschten die kürzlich veröffentlichten Zahlen positiv. Wie schon eingangs erwähnt, wurden die Inventare in den Vereinigten Staaten auf ein historisches Tief zurückgefahren. Wir erwarten von dieser Seite demnächst positive Impulse.

In Deutschland, Italien und der Schweiz hinken die Einkaufsmanagerindices dieser Entwicklung noch hinterher.

Die Industrieproduktion zeigt in allen Regionen weiterhin nach Süden. Doch auch hier erwarten wir aufgrund der tiefen Lagerbestände schon bald eine Erholung.

Die Arbeitslosenraten sind bereits gestiegen. In den USA hat sich dieser Wert nahezu verdoppelt (8,1%). In Europa liegt diese zur Zeit auf 8,5%. Da es sich bei dieser Quote um einen nachlaufenden Indikator handelt, ist zu erwarten, dass diese in allen Regionen noch einige Zeit klettern wird.

Insgesamt sehen die vom „Economist“ befragten Ökonomen das Wirtschaftswachstum für 2009 nun nicht mehr ganz so optimistisch wie vor dem Jahreswechsel:

	Reales BIP Wachstum ¹⁰		Teuerung	
	2009	2010	2009	2010
Deutschland	-3,2%	0,8%	0,4%	1,1%
Euroland	-2,4%	0,7%	0,6%	1,3%
Grossbritannien	-3,1%	0,5%	1,0%	1,7%
Japan	-5,3%	0,5%	-0,8%	-0,2%
Schweiz	-1,6%	0,7%	-0,1%	0,7%
USA	2,2%	1,9%	-0,6%	1,5%

Aktien

Die zentrale Frage, die man sich als Aktieninvestor nach einer Korrektur von ca. 60% stellen muss, ist:

Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass man ab heute über einen Zeithorizont von 7 Jahren mit Aktien Gewinne erzielen wird?

Die Antwort lautet: Hoch, sehr hoch.

In einer grossangelegten Studie hat die London Business School of Economics festgestellt, dass man von 1900 bis heute mit amerikanischen Aktien, inklusive dem letztjährigen Blutbad, 6% reale Rendite erwirtschaftete. Mit Geldmarktpapieren verdiente man 1% und mit Obligationen 2.1%. Weiter kommt die Studie zur Konklusion, dass der Hauptteil der Erträge nicht etwa auf die Preissteigerung zurückzuführen ist, sondern auf die reinvestierten Dividenden¹¹. SIM verwendet wo möglich nur Produkte, die genau diesen Effekt mitberücksichtigen.

Nach wie vor wird sehr viel Liquidität gehortet. Rund 25% der Marktkapitalisierung des amerikanischen Aktienmarktes ist in US-Geldmarktfonds parkiert. ‚Cash is king‘. In der Schweiz waren per Ende Januar CHF 103,6 Mrd. in solchen Vehikeln angelegt. Gemessen am Volumen sind Geldmarktfonds in der Schweiz gegenwärtig die grösste Fondskategorie. Zum Vergleich: CHF 90,9 Mrd. waren in Aktienfonds und CHF 73,5 Mrd. in Obligationenfonds investiert. Erträge für die Kunden wurden aber damit kaum erzielt. Im Ausland verdienten Schweizer Investoren im besten Geldmarktfonds in USD -3% und im schlechtesten GBP Geldmarktfonds -33%¹². – Gegenüber Aktien, Wandelanleihen und Obligationen sind Geldmarktfonds nicht wirklich eine Anlagealternative!

Trotz den Gewinneinbrüchen sind Aktien gegenüber anderen Wertpapierklassen (gemessen am KGV) weiterhin günstig, aber teurer als am Jahresende, bewertet:

	Dez 2008	März 2009	Veränderung
MSCI Welt Index	11,6	12,6	+8,6%
DAX Index/DE	10,7	15,9	+48,6%
DJ STOXX 600 Index/EU	9,6	15,9	+65,6%
S & P 500 Index/USA	20,8	11,8	-43,3%
SPI Index/CH	28,1	34,3	+22,1%
TOPIX Index/JPN	13,1	27,1	+97,6%

¹¹ Financial Times, John Authers, 11. Februar 2009: „The short view“

¹² NZZ, 16. März 2009: „Mini-Renditen bei Geldmarktfonds“

¹⁰ The Economist, letzte Erhebung

Anlagebericht - 31. März 2009

Der Kurs / Buchwert¹³ und die Dividendenrendite sind weitere Bewertungskriterien zur Auswahl von Aktien:

	<u>Kurs / Buchwert</u>	<u>Div. Rendite</u>		
MSCI Welt Index	1,3	4,3%		
DAX Index/DE	1,1	6,2%		
DJ STOXX 600 Index/EU	1,2	6,1%		
S & P 500 Index/USA	1,8	3,6%		
SPI Index/CH	1,6	3,8%		
TOPIX Index/JPN	1,0	2,5%		
	<u>Aktien Gewinn- renditen</u> ¹⁴	<u>Obligationen- renditen</u>	<u>Risiko- prämie</u> ¹⁵	
Deutschland	6,3%	2,9%	3,4%	
Europa	6,3%	2,9%	3,4%	
Japan	3,7%	1,4%	2,3%	
Schweiz	2,9%	2,1%	0,8%	
USA	8,5%	2,7%	5,8%	

Die Unsicherheit der Aktieninvestoren, gemessen an der implizierten Volatilität¹⁶ der Aktienmärkte, ist etwas zurückgekommen. So lag zum Beispiel der Standard & Poor's Volatilitäts-Index¹⁷ im vierten Quartal des letzten Jahres noch bei durchschnittlich 58%. Im März wurden noch 45% gemessen, Tendenz fallend. Der langjährige Durchschnitt befindet sich bei ca. 20%. Davon sind wir noch ein ganzes Stück entfernt, doch zeichnet sich eine fallende Tendenz ab.

USA

Der plötzliche Konkurs einer systemrelevanten Bank, Lehman Bros., im letzten Herbst und bis heute unbekanntes Spielregeln führten zum aktuellen Chaos. Gemeinsam mit den „deleveraging-Prozessen“ des Finanzsektors sowie der Industrie zog dies eine Vollbremsung von Investitionen und Produktion nach sich.

¹³ Je tiefer das Ratio, desto günstiger

¹⁴ Bloomberg per Quartalsende

¹⁵ Die durchschnittliche Risikoprämie für amerikanische Aktien liegt bei 1,5%

¹⁶ www.handelsblatt.com: Implizite Volatilität: Schätzgröße der Banken, die ihre Meinung über die künftigen Kursschwankungen des Basiswerts ausdrückt. Eine Volatilität von 30 Prozent besagt, dass sich die Aktie in den nächsten zwölf Monaten 30 Prozent um ihr derzeitiges Niveau bewegen dürfte.

¹⁷ The Chicago Board Options Exchange SPX Volatility (VIX Index)

Der Heilungsprozess des angeschlagenen Systems kann nur über denjenigen Sektor erfolgen, der das Übel entfacht hat, nämlich über den Finanzsektor. Nach verschiedenen erfolglosen Versuchen scheint nun das zuletzt ausgerufene Programm des PPIF (Public Private Investment Funds) Interesse bei institutionellen Investoren zu finden. Goldman Sachs, JP Morgan Chase und Morgan Stanley interessieren sich, aktiv an diesem Programm teil zu nehmen, um toxische Aktiven mit Hilfe des Staates zu Diskontpreisen zu ergattern.

Gute Neuigkeiten gab es außerdem seitens des ersten Hilfsprogrammes, TARP¹⁸. Die ersten vier Banken haben ihre Kredite aus dem TARP Programm zurückbezahlt. Goldman Sachs kündigte ebenfalls an, ihre Darlehen baldmöglichst zurückzuzahlen. Die Verknüpfung der Kredite an die Limitierung der Spitzensaläre für das Kader von USD 500'000 scheint den richtigen Anreiz zu bieten.

Trotz allem werden diese Programme aber mittelfristig zu niedrigerem Konsum und höheren Sparquoten der Amerikaner führen. Vor allem exportstarke Länder wie China, Japan sowie Deutschland werden darunter stark zu leiden haben.

Amerikanische Aktien sind günstig bewertet und werden zu einer hohen Wahrscheinlichkeit als erste von einer wirtschaftlichen Erholung profitieren.

Europa

Wie in all den anderen Finanzmärkten bestimmen gegenwärtig nicht fundamentale Kriterien das Marktgeschehen an den europäischen Aktienmärkten, sondern die Psychologie. Wir halten nicht allzu viel von der technischen Analyse, nehmen aber von Zeit zu Zeit die 30-, 90- und 200-Tage Durchschnittslinien sowie den MACD¹⁹ und den RSI²⁰ zu Hilfe, um Trends respektive Trendbrüche zu erkennen. Von der Bestätigung einer Trendumkehr sind wir jedoch noch weit entfernt. Hierzu müsste die 200-Tage Durchschnittlinie von unten durchbrochen werden. Die 30- und 90-Tage Linien sind jedoch das erste Mal seit Mai letzten Jahres von unten durchbrochen worden. Die MACD Linie sowie der RSI halten sich beide in positivem Terrain auf. Dasselbe gilt übrigens für den japanischen sowie den amerikanischen Aktienmarkt.

Europäische Aktien handeln absolut sowie relativ bewertet zu einem Abschlag.

¹⁸ Troubled Asset Relief Program

¹⁹ Moving Average Convergence / Divergence

²⁰ Relative Strength Index

Anlagebericht - 31. März 2009

Deutschland

In Deutschland hat die Arbeitslosenquote bereits wieder zugelegt und befindet sich mit 8,1% auf dem europäischen Durchschnitt. Sie wird sich vermutlich aufgrund der starken Exportabhängigkeit weiter erhöhen. Dies spiegelt sich im düsteren Konsumentenvertrauen, welches sich auf dem tiefsten Stand seit Beginn der Messung 1999 befindet. Interessanterweise sehen das die Institutionen in Deutschland etwas anders. Seit Dezember letzten Jahres erwarten Institutionelle eine Erholung der Wirtschaft in Deutschland.

Wir sind gegenüber dem deutschen Aktienmarkt positiv eingestellt, absolut sowie relativ gemessen, handeln deutsche Aktien zu einem Abschlag.

Schweiz

Die Rezession ist auch in der Schweiz angekommen. Im letzten Quartal 2008 reduzierte sich die Wirtschaftsleistung gegenüber dem Vorjahr um 0,6%. Vor allem die Ausfuhren konnten mit den Einfuhren nicht Schritt halten. Offiziell rechnet die SNB²¹ mit einem Wirtschaftsrückgang von 2,5% bis 3% und einer Teuerung von 0% in diesem Jahr.

Aufgrund der starken Exponierung zum Export und zum Finanzsektor ist in der Schweiz mit steigenden Arbeitslosenzahlen zu rechnen. Gegenwärtig steht die Arbeitslosigkeit bei 3,1%. Erstaunlicherweise legte das Konsumentenvertrauen dennoch leicht zu, wenn auch immer noch auf sehr tiefem negativen Niveau (-20 gegenüber einem langjährigen Durchschnitt von -13).

Relativ betrachtet handeln Schweizer Aktien zu einer Prämie; absolut dagegen auf fairem Niveau.

Japan

Japan ist in der schwierigsten ökonomischen Verfassung seit dem 2. Weltkrieg. Die Exporte haben sich halbiert, die Industrieproduktion ist im Februar um 9,4% eingebrochen, die Arbeitslosenrate zieht kontinuierlich an. Trotz allem ist das Konsumentenvertrauen gegenüber dem Vormonat leicht angestiegen und der wirtschaftliche Ausblick wird leicht positiv bewertet. Dies vermutlich vor allem wegen den stark zurückgefahrenen Lagerbeständen. Hier rechnet das Wirtschaftsministerium in den kommenden Monaten mit einer leichten Belebung der Industrieproduktion.

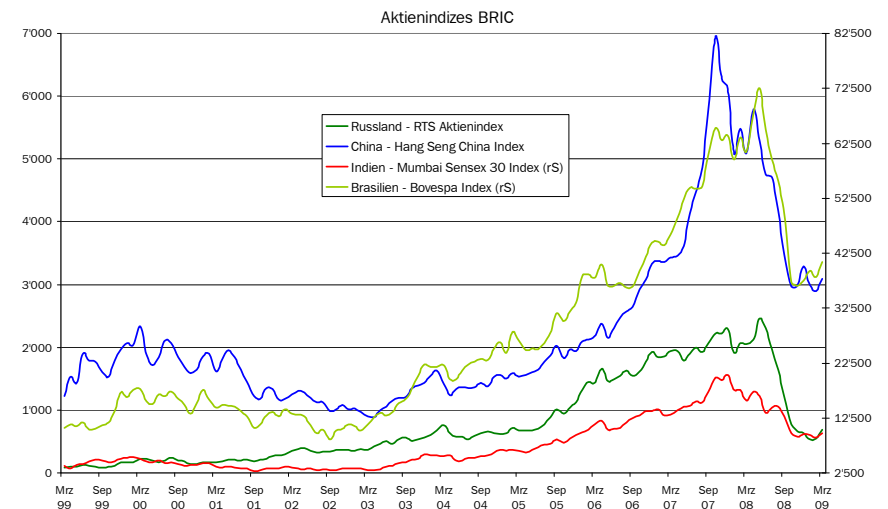
²¹ Schweizer Nationalbank

Relativ sowie absolut betrachtet handeln japanische Aktien auf günstigem Niveau.

BRIC

Regelmässige Leser unseres Berichtes wird es nicht wundern, dass Russland überdurchschnittlich von der Krise betroffen ist. Bei einem durchschnittlichen Erdölpreis von 45 US-Dollar pro Barrel dieses Jahr rechnet die Weltbank mit einer Kontraktion der russischen Wirtschaft von 4,5%.

Für Asien musste die ADB²² ihre Wirtschaftserwartungen stark nach unten korrigieren, rechnet dieses Jahr aber dennoch mit einem Wachstum von 3,4%. Die Schätzungen für China sowie Indien dürften mit 7% respektive 5% zu hoch liegen. Wir erwarten, dass diese nach unten korrigiert werden.



Auch Brasilien wird von der Rezession nicht verschont bleiben. Zwar rechnen Ökonomen mit einem Wirtschaftswachstum in der Grössenordnung von 1 bis 2%. Der Export wird aber dieser Erwartung stark zusetzen.

Die gegenwärtige Situation ist zu labil, als dass SIM Kunden in BRIC Länder stärker investieren sollten.

²²Asian Development Bank = Asiatische Entwicklungsbank

Anlagebericht - 31. März 2009

Obligationen

Dem Bondmarkt wurde allgemein wieder etwas Leben eingehaucht. Obwohl die Ausfallraten stark anstiegen, wurden Kurzläufer mit qualitativ guten Namen, aber auch Finanzwerte mit Staatsgarantien gesucht und regelmässig stark überzeichnet.

Erst vor kurzem meldete die Ratingagentur Moody's, dass es im vergangenen Jahr zu 90 Ausfällen von Bankkrediten in der Höhe von über USD 50 Mrd gekommen sei. Im Vorjahr waren es noch 26 Ausfälle mit einem Volumen von insgesamt USD 3,8 Mrd.²³

Dies konnte den Appetit nach neuen Emissionen nicht verderben. In den Vereinigten Staaten wurden im ersten Quartal nahezu USD 400 Mrd. Investment Grade Bonds²⁴ emittiert. Auch qualitativ deutlich mindere High Yield Bonds fanden in der Grössenordnung von USD 12,5 Mrd. neue Besitzer.

Deutlich schwieriger war es für den amerikanischen und britischen Staat neue Schuldpapiere zu platzieren. Dies dürfte auch in Zukunft kein leichtes Unterfangen werden. Die Frage stellt sich nämlich, wer die Bank für die beiden Länder spielen wird. China hält bereits 24% aller im ausländischen Besitz befindlichen US-Staatsobligationen. Die Chinesen haben schon des öfteren moniert und sind sich bezüglich ihrer Investition nicht mehr so sicher.

Da niemand wirklich genügend tiefe Taschen hat, wird den Vereinigten Staaten mittel- bis längerfristig nichts anderes übrig bleiben, als die Druckerpressen anzuwerfen. Als Konsequenz wird eine höhere Inflation folgen. Wohlgermerkt, für Schuldner ist Inflation keine schlechte Mechanik. Deflation wäre da schon ärger. Die Konsequenz daraus ist aber, dass die amerikanische Valuta unattraktiver wird und mit einer höheren Risikoprämie belegt werden muss. Nicht auszuschliessen ist ein Bonitätsverlust, d.h. ein tieferes Rating der Vereinigten Staaten. Der Markt wird es richten.

Obwohl das FED²⁵ und die Bank of England mittels quantitativer Lockerung die Zinsen künstlich tief zu halten versuchen, wird der Markt über kurz oder lang für Staatsobligationen höhere Zinsen verlangen.

	Diff. AAA – BBB	
	<u>März 2009</u>	<u>März 2008</u>
AAA Euro	4,63%	4,65%
BBB Euro	7,61%	6,10%
AAA GBP	4,32%	5,48%
BBB GBP	6,50%	6,75%
AAA USD	5,01%	5,14%
BBB USD	8,39%	6,64%

Nicht traditionelle Anlagen

Nicht traditionelle Anlagen konnten sich im ersten Quartal besser behaupten als traditionelle Anlagemärkte:

	<u>USD</u> ²⁶	<u>EUR</u>	<u>CHF</u>
<u>Thalmann & Verling</u> Fund of HF Global	-1,3%	-1,0%	-1,4%
<u>Bank Reichmuth & Co.</u> Matterhorn Fund	+0,5%	+0,6%	+0,3%

Trotz allem mussten wir im vergangenen Februar von einer negativen Entwicklung berichten. Das Vorzeigeprodukt der Fund of Hedge Funds Industrie in der Schweiz, der Reichmuth Matterhorn Fund, wird aufgelöst. Sämtliche Anlagen des Funds werden veräussert. Ziel von Reichmuth & Co. ist es, bis Ende April 2009 50% des Fondsvolumens an die Investoren zurückzubezahlen, danach sind vierteljährliche Rückzahlungen aus Erlösen von Verkäufen vorgesehen. Reichmuth & Co. geht davon aus, dass die Rückzahlung bis spätestens Ende 2010 abgeschlossen sein wird.

Details wie es zu diesem Schritt gekommen ist, sind im Investorenbrief auf der Internetseite von Reichmuth & Co. (www.reichmuthco.ch) ersichtlich. Bei weiteren Fragen zu diesem Investment ist Ihnen Ihr Salmann Berater gerne behilflich. Wir sind für Sie regelmässig mit den Fondsmanagern in Kontakt, um allfällig notwendige Schritte einleiten zu können.

Hedge Funds tragen unter normalen Umständen zur Risikominderung und Diversifikation des Portfolios bei. Wir erachten es deshalb weiterhin für sinnvoll, in solche Produkte zu investieren.

²³ NZZ, 30.3.09: „Geld und Anlage“

²⁴ Kreditrating BBB und höher

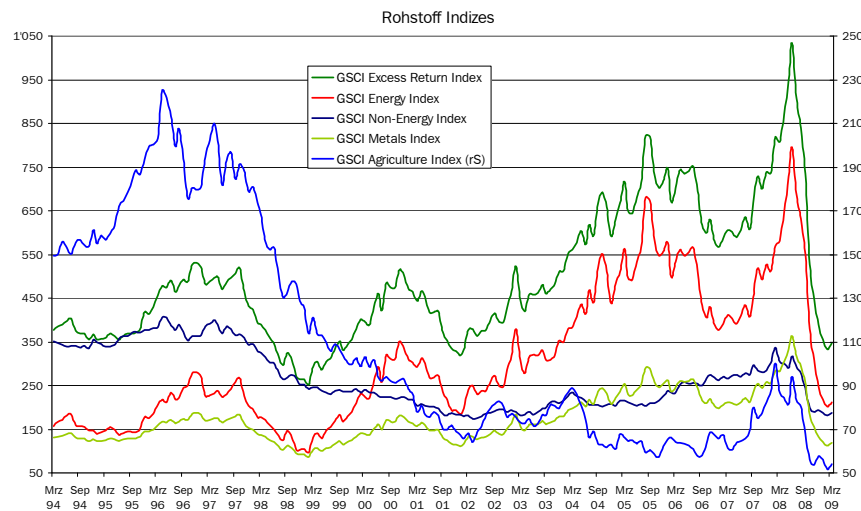
²⁵ Federal Reserve Board

²⁶ Performance seit Anfang Jahr bis Ende Februar 2008

Anlagebericht - 31. März 2009

Rohwaren (Commodities)

Obwohl sich der Ölpreis vom Tiefstwert von USD 39.7 pbl seit Mitte Februar mit plus 25% deutlich erholen konnte und statistisch betrachtet weiteres Aufwärtspotential besitzt, ist zu bezweifeln, dass das volle Preispotential ausgeschöpft werden kann. Insbesondere deshalb, weil ein tieferer Ölpreis einen riesigen Stimulus-Effekt für die Wirtschaft hat, der viele der versprochenen Finanzpakete übertrifft. Chris Watling²⁷ geht bei einem Rohölpreis von USD 42 von Ersparnissen gegenüber dem Vorjahr von USD 1,72 Billionen aus! Viel günstiger wird man nicht mehr zu einem Stimulus Paket kommen. Das dürften auch die Ölproduzenten so sehen, die ebenfalls am Erstarren der Konjunktur interessiert sind.



Trotz allen Deflations-/Inflationsbefürchtungen konnte Gold keinen neuen Rekordpreis erreichen. Im Gegenteil, das Höchst von USD 1'004.50 pro Unze im Februar konnte nicht gehalten werden. Ein weiterer Dämpfer erhielt das Gold, als der IMF vom G-20 Klub den Auftrag erhielt, Teile des Goldbestandes zu Gunsten der Ärmsten auf der Welt zu verkaufen. Lesen Sie bitte weitere Details im beigelegten Kommentar zum

Thema Gold von Teja von Holzschuher, Niederlassungsleiter von Salmann Investment Management in Zürich.

Konklusion

Wir befinden uns in einem Bärenmarkt von solch historischer Dimension, wie wir ihn selten erlebt haben und erleben werden. Entsprechend dünn sind solche Opportunitäten gesät. Wir möchten von dieser Übertreibung profitieren und halten weiterhin die Augen für Opportunitäten offen.

Hohe Volatilitäten werden uns begleiten, doch sind wir der Meinung, dass das Größte hinter uns liegt. Deshalb werden wir gegenüber Aktien zuversichtlicher.

Unsere Assetallokation zusammengefasst:

Anlagekategorien

Geldmarkt	neutral
Obligationen	übergewichtet / kurze Duration
Aktien USA	untergewichtet
Aktien Europa	leicht untergewichtet
Aktien Schweiz	neutral
Aktien Japan	untergewichtet
Aktien Schwellenländer	neutral
Nicht traditionelle Anlagen	neutral

Stefan Riesen, CFA

Chief Investment Officer

Vaduz/Zürich, 7. April 2009

²⁷ CEO von Longview Economics