

Hoffnungsschimmer

Wirtschaftlicher Niedergang oder Erholung, Deflation oder Inflation? Diese Fragen halten die Anlegergemeinde zurzeit in ihrem Banne. Die Meldungen sind widersprüchlich, und entsprechend unentschlossen agieren die Investoren.

Konjunkturabschwung verlangsamt sich

Die Konjunkturentwicklung bereitet unverändert Sorgen. Ende Juni entpuppte sich der neuste Bericht der Weltbank denn auch prompt als Stimmungsdämpfer. Laut ihr werde das globale Bruttoinlandprodukt im laufenden Jahr 2,9% schrumpfen. In der Eurozone prognostiziert die Weltbank einen Rückgang um 4,5%, deutlich mehr als vorher (-2,7%). Während die Gesamtwirtschaftsleistung der USA nach der Vorhersage um 3% zurückgehen werde, sagt das Washingtoner Institut Japan einen Einbruch um 6,8% voraus.

Dramatisch wären in diesem Szenario die Auswirkungen auf die Entwicklungsländer. 2007 wuchs dieser Teil der Welt um 8,1%. 2008 waren es noch 5,9%, und 2009 sollen es nach Aussage der Weltbank magere 1,2% sein. Ohne China sowie Indien, denen eine relativ solide positive Entwicklung attestiert wird, würde die Gruppe der Entwicklungs- und Schwellenländer 2009 gar um 1,6% zurückkriechen. Für Millionen Menschen bedeutet dies den Verlust des Arbeitsplatzes sowie einen Rückfall in die Armut, mahnt die Weltbank.

Weniger düster fällt der Kommentar der OECD aus. Sie erwartet in den entwickelten Ländern nun einen geringeren Einbruch als bisher und für 2010 ein leichtes Wachstum. Die Pariser Organisation lieferte damit gar die erste Aufwärtsrevision ihrer Prognosen seit Mitte 2007. Die OECD schätzt, dass die Wirtschaftsleistung in den 30 Mitgliedstaaten 2009 um insgesamt 4,1% fallen, 2010 dagegen um 0,7% steigen werde. Im März hatte die Organisation der führenden Industrienationen noch einen Einbruch um 4,3% wie auch eine Erholung im folgenden Jahr von lediglich 0,1% veranschlagt. Für die OECD scheint es ausgemacht zu sein, dass die Rezession der USA in der zweiten Jahreshälfte zu Ende gehen wird. Europa werde dagegen länger brauchen, um wieder auf die Beine zu kommen. Während in Amerika 2009 ein BIP-Rückgang um 2,8% und ein 0,9%-iger Anstieg im Jahre 2010 erwartet wird, sieht die Organisation für die Euro-Zone ein Minus von 4,8% für 2009 und für das nächste Jahr eine schwarze Null vorher.

Rohstoffpreise als positive Frühindikatoren

Gewisse Einzelfaktoren lassen die günstigere Variante als das wahrscheinlichere Szenario erwarten. So neigen die Rohstoffpreise jüngst wieder zur Stärke. Allen voran hat sich der Preis für Öl markant erholt. Die Manager des Guinness Global Energy Fund sehen als Gründe vor allem die höhere Nachfrage aus China. Im Reich der Mitte bewegt sich die tägliche Nachfrage um 3,9 Millionen Barrel pro Tag (1 Barrel = 159 Liter) und damit wieder nahe der Rekordmarke vom Winter 2008. Zudem sei das Vertrauen der Investoren in die Erholung der Weltwirtschaft preistreibend, allerdings auch der in diesem Zusammenhang beobachtete Aufbau von (spekulativen?) Positionen an den Terminmärkten. Auch andere Rohstoffe haben ihre Tiefpunkte hinter sich gelassen. Gleiches gilt für die Frachtraten, die mit dem Baltic Dry Index gemessen werden.

In der Euro-Zone ist der Indikator für die Gesamtwirtschaftsstimmung im Juni auf ein Siebenmonate-Höchst gestiegen. Das Konsumentenvertrauen wie auch das Vertrauen der Industrie trugen mit besseren Werten zum dritten aufeinanderfolgenden Mal zum Fortschritt bei.

Durchschnittliche **Wachstums- und Inflationsprognosen** der vom britischen Wirtschaftsmagazin „The Economist“ befragten Ökonomen:

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

Finanzmärkte weniger fiebrig, aber noch nicht genesen

Die Finanzmärkte haben sich im zweiten Quartal beruhigt. An den Aktienmärkten kam es zu eindrucklichen Avancen. Im Gleichschritt haben sich die Volatilitäten ermässigt. Im Gegenzug stiessen die Investoren Regierungsanleihen ab, was die Renditen nach oben trieb. Selbst die im vergangenen Jahr arg in Verruf geratene Hedge-Funds-Industrie zeigt sich wandlungsfähig. Sie hat hier und dort mit Innovationen wie auch mit positiven Renditen überrascht.

Dass die Investoren an den Aktienmärkten ihr Pulver bereits verschossen haben, darf bezweifelt werden. Noch immer horten die Anleger auf Konten und in mager verzinsten Geldmarktfonds überdurchschnittlich hohe Summen, die dereinst wieder in Dividendenpapiere fliessen könnten.

Eine Umfrage, die Barclays Wealth Schweiz unter weltweit 2100 vermögenden Privatanlegern (investierbares Vermögen von 0,5 bis 30 Millionen Pfund) von März bis Mai 2009 durchgeführt hat, illustriert diese Verunsicherung. Über zwei Drittel der Befragten meinten, das Risiko von Preisfluktuationen sei noch immer zu hoch, um gegenwärtig Geld zu verdienen. Zwar gab die grosse Mehrheit der Umfrageteilnehmer an, dass nach historischen Massstäben grossartige Anlagemöglichkeiten bestünden. Da sie sich aber nicht sicher sind, ob nicht doch nochmals ein grosser Sturm losbrechen, wollen sie nichts unternehmen.

Entwicklung der **Aktienmärkte seit Jahresbeginn:**

		<u>Dezember 2008</u>	<u>Juni 2009</u>	<u>Veränderung¹</u>
Asien ex Japan	DJ STOXX A/P	268,1	337,0	25,7%
Deutschland	DAX	4'810,2	4'808,6	0,0%
Europa	DJ STOXX 600	198,4	205,8	3,8%
Japan	TOPIX	859,2	929,8	8,2%
Schweiz	SPI	4'567,6	4'662,6	2,1%
USA	S & P 500	903,3	919,3	1,8%
Welt	MSCI Weltindex	227,7	244,9	7,6%

Die **von uns eingesetzten Aktienfonds** haben im bisherigen Jahresverlauf die folgenden Renditen erzielt:²

Aberdeen Asia Pacific (USD)	33,0%
Performa Fund - Asian Equities (USD)	26,2%
Performa Fund - European Equities (EUR)	12,5%
SIM European Stock Portfolio (EUR)	26,7%
Neuberger Berman US Equity Value (USD)	6,9%
Performa Fund - US Equities (USD)	2,0%

Andere von uns eingesetzte Fonds entwickelten sich ebenfalls erfreulich:

	<u>USD</u>	<u>EUR</u>	<u>CHF</u>
Thalmann & Verling			
Fund of Hedge Fund Global ³	1,7%	1,5%	0,7%
Blue Bay High Yield Bond Fd.		25,3%	

Weg mit den staatlichen Krücken!

Immerhin scheint die Gefahr eines Systemzusammenbruchs gebannt zu sein. So haben in den USA zehn Banken vom amerikanischen Schatzamt die Erlaubnis erhalten, 68 Milliarden Dollar an staatlichen Stützungsgeldern zurückzuzahlen. Nach lediglich neun Monaten endet für diese Institute damit die mit Steuergeldern finanzierte Rettungsaktion. Neben J. P. Morgan Chase, Goldman Sachs und Morgan Stanley stehen die Ampeln auch für U.S. Bancorp, BB&T, American Express, Capital One Financial, Bank of New York Mellon, State Street und Northern Trust auf grün.

Das rasche Ende der Rettung freut indes nicht alle. Es ist offensichtlich, dass sich die frühen Rückzahler einen Vertrauensbonus gegenüber der weiterhin an Krücken humpelnden Konkurrenz und damit zusätzliche Marktanteile erhoffen. Obendrein kritisieren zahlreiche Beobachter die Absicht der obersten Führung, sich der staatlich verordneten Lohn- und Dividendenbevormundung möglichst rasch zu entledigen.

Kreditgeschäft harzt weiter

Dass die Kreditmärkte wieder voll funktionieren, kann aus diesen Rückzahlungen ebenfalls nicht abgeleitet werden. Wie liesse sich sonst erklären, dass US- Banken im Juni 2009 rund 14% mehr Obligationen von staatlichen beziehungsweise staatsnahen Schuldner (zum Beispiel Fannie Mae, Freddie Mac) in den Büchern hielten als vor einem Jahr? Gleichzeitig meldeten die Banken, die Nachfrage nach Unternehmenskrediten sei rückläufig.

Auch in Europa leihen die Banken nur zögerlich aus, oder aber es wird nur wenig Geld nachgefragt. Die Priorität der Kreditinstitute scheint noch immer auf der Sicherung der eigenen Liquidität zu liegen. Als die Europäische Zentralbank (EZB) im Juni den Geschäftsbanken unlimitiert Geld für zwölf Monate anbot, landete gemäss der „Neuen Zürcher Zeitung“ von den vergebenen 442 Milliarden Euro ein Drittel sofort wieder als Anlage bei der EZB. Dass die Geldinstitute auf dieser Umlagerung einen Zinsver-

¹ Indexentwicklung in lokaler Währung. Ausnahmen DJ STOXX Asia/Pacific ex Japan und Welt in USD.

² Performance in Fondswährung.

³ Performance seit Anfang Jahr bis Ende Mai 2009.

lust von 75 Basispunkten hinnehmen, spricht Bände. Dieses Vorgehen liegt bestimmt nicht im Sinne des Erfinders der Ankurbelungsmassnahmen.

Aber sind tatsächlich die Banken schuld, in dem sie zu wenig Kredite anbieten? Oder sind es die Kreditnehmer, Unternehmen wie Private, die aus Angst vor der Flaute keine Mittel wollen? Statistiken aus den Vereinigten Staaten zeigen zum Beispiel, dass die Verschuldung der Konsumenten im Verhältnis zum Einkommen im letzten Boom weit über das langfristige Trendwachstum hinaus geschossen ist. Die Gegenbewegung ist bisher erst marginal ausgefallen. Sparen ist die neue Mode im Land des grenzenlosen Konsums. Die Sparquote amerikanischer Haushalte ist jüngst auf 5,7% geklettert, mithin den höchsten Wert seit Mitte der neunziger Jahre. Die Entschuldung der Konsumenten wird voraussichtlich noch geraume Zeit anhalten, was sich negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirken wird. Wenn die Verbraucher indes nicht bereit sind, Geld auszugeben, haben die Unternehmen keinen Grund, zu investieren. Dann nützen auch billige Kredite nichts. Oder anders ausgedrückt: Man kann die Pferde zur Tränke führen, aber saufen müssen sie selber.

Geringere Risikoaufschläge – höhere Langfristzinsen

An der Zinsfront manifestiert sich die Normalisierung in einem weiteren Rückgang der Kreditprämien. Diese Differenz zwischen dem Interbankensatz und dreimonatigen Regierungspapieren ist in den USA wie auch in Europa im zweiten Quartal auf und teilweise unter das Niveau von Anfang 2008 gesunken. Desgleichen haben die Spreads zwischen zehnjährigen Obligationen der Bonitätsstufe BBB (unterste „Investment-Grade“-Stufe) und erstklassigen Staatsanleihen erneut abgenommen.

Seit Anfang des Jahres haben sich die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** durchwegs erhöht:

	<u>Dez. 2008</u>	<u>Juni 2009</u>
USA	2,1%	3,5%
Europa	2,9%	3,4%
Schweiz	2,1%	2,3%
Grossbritannien	3,1%	3,7%
Japan	1,2%	1,4%

Veränderungen in der Asset Allokation

An seinen Sitzungen hat das Anlagekomitee die folgenden Veränderungen der Asset Allokation des ausgewogenen Portfolios mittlerer Risikostufe ohne kundenseitige Einschränkungen beschlossen:

Obligationen: Die bestehende Position in einem Hochrendite-Obligationenfonds wurde erhöht. Die konventionellen Unternehmensobligationen im oberen Qualitätssegment (von Staatsanleihen ganz zu schweigen) werfen nur noch wenig Rendite ab. Andererseits erwarten wir, dass sich die Renditedifferenzen (Spreads) gegenüber den Obligationen der höchsten Qualitätsstufen weiter schliessen werden. High-Yield-Bonds verfügen damit über Kurspotenzial. Weil wir mit Blick auf die nächsten zwei, drei Jahre ein Wiederaufflackern der Inflation befürchten, erscheint es uns ratsam, den Bereich der Hochzins-Papiere zulasten der konventionellen Titel zu forcieren. An der bisherigen Struktur mit Restlaufzeiten von höchstens fünf Jahren halten wir fest. Insgesamt bleibt die Obligationenquote stabil, darin verschiebt sich das Gewicht aber leicht zugunsten des Hochzins-Segments. Der eingesetzte Blue Bay High Yield Bond Fund verbesserte sich zweiten Quartal um 21,5 %.

Aktien USA: Wir haben die Aktienquote USA erhöht. Hintergrund ist neben der günstigen Bewertung der amerikanischen Unternehmen die Erwartung, die Vereinigten Staaten werden als erstes grosses Industrieland aus dem Wellental empor steigen. Je nach Depotkonstellation setzen wir diesen Schritt mit einem Exchange Traded Fund (ETF) auf dem S&P-500-Index oder durch Aufstockung bestehender Anlagefondspositionen um.

Aktien Asien: Aufbau einer Position im Segment der asiatischen Schwellenländer. Die relativ zur westlichen Welt besseren Wachstumsaussichten in Asien, die moderaten Bewertungen sowie ermutigende technische Signale an den entsprechenden Börsen haben zu diesem Schritt geführt. Zwar mag die gegenwärtige Rezession die Wohlstandsentwicklung im fernen Osten zurückwerfen. Insgesamt bleibt der zugrunde liegende, längerfristige Aufwärtstrend aber intakt. Obwohl der Westen im laufenden Jahr unter der Kontraktion des BIP ächzt, darf nicht vergessen werden, dass die bevölkerungsreichen Nationen Indonesien, Indien und China 2009 mit Wachstumsraten im Bereich von 4 bis 7% aufwarten dürften.

Gemessen an den **Kurs/Gewinnverhältnissen**⁴ der letztbekanntesten Gewinne für zwölf Monate haben sich die meisten Aktienmärkte seit Jahresbeginn verteuert (rot). Nur die Schweiz und die USA sind günstiger geworden (grün):

	<u>Dezember 2008</u>	<u>Juni 2009</u>	<u>Veränderung</u>
MSCI Welt Index	14,3	17,3	+21,0%
DAX Index/DE	10,4	26,7	+156,7%
DJ STOXX 600 Index/EU	19,7	24,4	+23,9%
S & P 500 Index/USA	14,9	14,5	-2,7%
SPI Index/CH	28,1	24,0	-14,6%
TOPIX Index/JPN	13,0	27,8 ⁵	+113,9%

Kurs / Buchwert und **Dividendenrendite** wichtiger Aktienmärkte:

	<u>Kurs / Buchwert</u>	<u>Div. Rendite</u>
MSCI Welt Index	1,6	3,3%
DAX Index/DE	1,3	4,3%
DJ STOXX 600 Index/EU	1,4	4,4%
S & P 500 Index/USA	2,0	3,1%
SPI Index/CH	1,6	2,7%
TOPIX Index/JPN	1,2	2,1%

Ausblick hellgrau bis zartgrün

In unserem Konjunkturszenario können die USA nebst Grossbritannien in der zweiten Jahreshälfte die Rezession beenden und in eine leichte Wachstumsphase umschwenken. Kontinentaleuropa hinkt hinterher. Die alte Welt wird erst 2010 leicht bessere Zahlen aufweisen.

Zurzeit macht die Deflation Schlagzeilen. Überkapazitäten sowie Nachfrageschwäche drücken tatsächlich auf die Preise, doch glauben wir, diese Phase werde relativ kurz und die deflationären Tendenzen mild sein. Weltweit stehen die Geldschleusen weit offen. Zusammen mit den umfangreichen regulatorischen und protektionistischen Massnahmen sowie der ausufernden Staatsverschuldung, können wir uns eine nachhaltige Wertsteigerung von Papiergeld (sprich Deflation) nicht vorstellen. Die Regierungen dieser Welt halten es punkto Geldwertentwicklung vermutlich wie der berühm-

te Börsenspekulant André Kostolany, der einmal sagte: „Mit der Inflation verhält es sich wie mit Nikotin und Alkohol: Ein bisschen schadet nicht, zudem hebt es das Wohlbefinden.“ Ob es später bei dem „bisschen“ bleiben wird, steht freilich auf einem anderen Blatt geschrieben.

Im inflationären Szenario sind Sachwertanlagen wie Dividendenpapiere, Immobilien und Rohstoffe die besseren Investitionen als Geldwertanlagen wie Obligationen und Liquidität. Aktien sind zwar nicht spottbillig, sie notieren aber auf attraktivem Niveau, namentlich auch relativ zu festverzinslichen Papieren.

In eigener Sache: SIM Fonds wird CIIM-Fonds – neuer Chief Investment Officer

Im abgelaufenen Quartal hat sich Stefan Riesen, unser bisheriger Chief Investment Officer, einem lang gehegten Wunsch folgend selbständig gemacht. In seiner neugegründeten Firma CIIM in Vaduz widmet er sich künftig ausschliesslich dem bisherigen Salmann-eigenen Aktienfonds SIM European Stock Portfolio. Der SIM-Fonds heisst ab 1. Juli folgerichtig CIIM European Stock Portfolio. Er weist für das erste Halbjahr 2009 eine erfreuliche Performance von 26,7% auf, womit er den Referenzindex MSCI-Europa um beachtliche 20,2 Prozentpunkte geschlagen hat.

Wo geeignet, werden wir den CIIM-Fonds weiterhin in den Kundenportefeuilles einsetzen und die gute Zusammenarbeit mit Stefan Riesen fortsetzen. Hausintern hat Teja von Holzschuher die Funktion des Chief Investment Officers übernommen. Er ist seit 2002 Direktor der Zweigniederlassung Zürich und leitet diese.

Unsere **Asset Allokation zusammengefasst:**

Anlagekategorien

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

Alfred Ernst

Vaduz/Zürich, 30. Juni 2009

⁴ Quelle: Bloomberg

⁵ Per 31.3.2009.



