

Entspannung

Zwölf Monate nach dem Lehmann-Konkurs präsentiert sich die Welt im Stabilisierungsmodus. Sie ist nicht untergegangen, war jedoch bedrohlich in Schieflage geraten, mindestens vorübergehend. In der Zwischenzeit mehren sich glücklicherweise die Zeichen, dass die schwere Rezession langsam abebbt oder sich die Wirtschaft gar zaghaft erholt.

Die Finanzmärkte haben die Stabilisierung in den vergangenen Monaten mit einem eindrucklichen Rally „gefeiert“. Der MSCI-Weltaktienindex steht heute wieder dort, wo er am Tag vor dem Lehmann-Debakels stand und rund 26% höher als Ende 2008. Alle wichtigen Aktienmärkte rückten im dritten Quartal weiter vor und haben den Indices teilweise traumhafte Neunmonatsrenditen beschert, wie etwa das Plus von fast 55% im DJ Stoxx Asia Pacific (ex Japan) seit Anfang Jahr belegt. Auch die Kreditmärkte haben sich deutlich beruhigt.

Konjunkturmassnahmen – to big to fail?

Offensichtlich hat das Öffnen der staatlichen Geldschleusen genützt. Ein Kommentator verglich die Rettungsmassnahmen der öffentlichen Hand jüngst mit der Invasion der Alliierten in der Normandie 1944. Dank des gigantischen Aufgebots sei die Frage damals wie heute nicht gewesen, ob eine Wende zum Besseren gelinge, sondern lediglich wann.

In der Tat ist die Besserung in diesem Jahr überraschend schnell gekommen. Die Frage, wie nachhaltig und stark sie ausfallen wird, ist indes offen. Wichtige Konjunkturmassnahmen laufen jetzt aus, beispielsweise die Unterstützung von Neuwagenkäufen in Deutschland, Frankreich sowie den USA. Bereits erklingen Klagen von deutschen wie auch amerikanischen Autohändlern über einen miserablen Septemberabsatz. Die vorgezogenen Anschaffungen dämpfen nun die Nachfrage. Am Arbeitsmarkt wird sich die Lage voraussichtlich ebenfalls weiter verschlechtern, bevor es wieder besser kommt. Über den Konsum-Mechanismus müsste das die Konjunktur bremsen, zumal weitere Stimulierungsmassnahmen nun eher rar werden dürften.

Die staatlichen Schatullen sind mittlerweile leer (gut, das waren sie vorher schon) und den Regierungen fehlen mehr denn je die Mittel, um nochmals kräftig Wasser aus der Schleuse zu lassen. Auch dem hoheitlichen Schuldenmachen sind irgendwo Grenzen gesetzt. In der EU sind die Maastricht-Kriterien zur Neuverschuldung hier wie dort bereits mehr als ausgereizt.

Unerschütterliche Bonität

Immerhin droht nach Ansicht der Kreditrating-Agentur Moody's vorderhand keine Gefahr für die Bonität der wichtigen Industrieländer. Die Bestnote „Aaa“ hat für Deutschland, Frankreich, Spanien, Grossbritannien und USA weiterhin Bestand, der Ausblick sei stabil. Grossbritannien sei zwar an einer Herabstufung nur knapp vorbeigeschrammt, konnte sich aber in der Top-Liga behaupten. Damit scheint laut der „NZZ“ Irland bisher die einzige grosse Industrienation zu sein, die im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise die Höchstnote in der Kreditwürdigkeit eingebüsst hat.

Seit Anfang des Jahres haben sich die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** in allen Ländern ausser der Schweiz erhöht, notieren heute aber tiefer als vor drei Monaten:

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

Konjunkturforscher schrauben leicht nach oben

Die Konjunkturprognostiker revidieren ihre Vorhersagen mehrheitlich nach oben. Einzig in Grossbritannien hat sich der Ausblick für das laufende Jahr gegenüber dem letzten Anlagebericht verschlechtert. Ansonsten gehen die vom Wirtschaftsmagazin „The Economist“ befragten Ökonomen in allen anderen Ländern für 2009 sowie für 2010 von besseren Werten aus.

Zwar ist Inflation nach wie vor kein Thema. Dennoch fallen die Inflationsprognosen für 2010 jetzt in fast allen Ländern einen Tick höher aus als im Sommer. Auffallender Gegenpol ist Japan, wo auf Basis der Konsumentenpreise tatsächlich hartnäckig ein deflationärer Trend herrscht, den das Land der aufgehenden Sonne voraussichtlich auch 2010 nicht wird brechen können.

Auch der internationale Währungsfonds IWF sieht weniger düster. Das Welt-Bruttoinlandprodukt werde nach dem IWF im laufenden Jahr um 1,1% schrumpfen und 2010 um kräftige 3,1% expandieren. Als grössten Wachstumstreiber nennt der

Währungsfonds China, wo die wirtschaftliche Gesamtleistung 2009 um 8,5%, im kommenden Jahr gar um 9% expandieren werde.

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

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

China lässt die Muskeln spielen

Die Welt erholt sich also und Asien wird immer wichtiger. Dabei schreibt China nicht nur mit der pompösen Feier zum 60. Geburtstag Schlagzeilen. Beim prestigeträchtigen Automarkt haben die Genossen in Fernost mittlerweile eine Kühlerlänge Vorsprung. 25 bis 30% mehr Absatz werden dort im laufenden Kalenderjahr erwartet, Zahlen, die den Verkäufern in den Industriestaaten vermutlich das Wasser in die Augen treiben. Im laufenden Zwölfmonatszeitraum hat China die Vereinigten Staaten von Amerika als weltweit grössten Absatzmarkt für Personenwagen überholt. Materialisieren sich die kühnen Wachstumsprognosen - momentan sieht es ganz so aus - werden im Reich der Mitte in diesem Jahr etwa 7,3 Millionen neue Motorfahrzeuge aus den Ausstellungsräumen rollen.

Auch mit Blick auf die Börsengänge spielt die Musik in China. So hat im September die Metallurgical Corp. of China rund 18% ihres Aktienkapital an den Börsen von Hongkong und Schanghai platziert. Das hat der Gesellschaft den Gegenwert von rund 5,3 Milliarden Franken in die Kasse gespült. Im Juli hatte die China State Construction Engineering Group rund 7,5 Milliarden Franken gelöst. Auf der Liste der grössten Going Publics 2009 liegen die beiden chinesischen Staatsbetriebe damit auf den ersten beiden Rängen. Im bisherigen Jahresverlauf haben chinesische Unternehmen zusammen über 22 Milliarden Franken eingesammelt, verglichen mit nur 5,6 Milliarden, welche europäische sowie US-amerikanische Firmen kumuliert aufgetrieben haben. Obwohl die Mehrheit bei beiden weiterhin beim Staat liegt, scheint die asiati-

sche Küche den Anlegerinnen und Anlegern vor Ort zu schmecken. Immerhin belaufen sich die geschätzten Kurs-/Gewinnverhältnisse der jeweiligen A-Aktien auf stattliche 28 (State Construction) beziehungsweise 23 (Metallurgical). Bei den in Hongkong kotierten H-Aktien, die auch Ausländern zugänglich sind, liegen die Bewertungen etwas tiefer.

Finanzmärkte in bester Laune

Die Finanzmärkte präsentierten sich im dritten Quartal in fast allen Bereichen in bester Laune. Aktien, Rohstoffe und Unternehmensanleihen tendierten in seltener Eintracht nach oben. Da die Zinsdifferenzen zwischen schlechten und guten Schuldnern ebenfalls weiter schrumpften, haben sich Papiere im tiefen Bonitätsbereich besonders stürmisch erholt. Einzig der Bereich Staatsobligationen, den wir seit einiger Zeit möglichst meiden, verfiel in Lethargie. Im mehrheitlich ruhigen Geschäft waren indes selbst in dieser Kategorie noch kleine Kursgewinne möglich.

Entwicklung der **Aktienmärkte seit Jahresbeginn:**

		Dezember 2008	Sept. 2009	Veränderung ¹
Asien ex Japan	DJ STOXX A/P	268,1	414,9	54,8%
Deutschland	DAX	4'810,2	5'675,2	18,0%
Europa	DJ STOXX 600	198,4	242,5	22,2%
Japan	TOPIX	859,2	909,8	5,9%
Schweiz	SPI	4'567,6	5'461,3	19,6%
USA	S & P 500	903,3	1'057,1	17,0%
Welt	MSCI Weltindex	227,7	287,2	26,2%

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

Aberdeen Asia Pacific (USD)	59,2%
CIIM European Stock Portfolio (EUR)	53,3%
Performa Fund - Asian Equities (USD)	45,6%
Performa Fund - European Equities (EUR)	31,2%
Neuberger Berman US Equity Value (USD)	25,3%
Performa Fund - US Equities (USD)	20,3%

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

² Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg.

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	3,3%	3,5%	2,1%
Blue Bay High Yield Bond Fd.		43,8%	

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 konventionellen Unternehmensobligationen im oberen Qualitätssegment (von Staatsanleihen ganz zu schweigen) werfen nur wenig Rendite ab. Die Allokation im Bereich der High-Yield-Bonds wurde bereits im vorangegangenen Quartal erhöht. Weil dagegen auslaufende konventionelle Obligationen im Moment und bis zum Erreichen einer gewissen Liquiditätsreserve nicht erneuert werden, tendiert die Gesamt-Obligationenquote nun leicht rückläufig. Die Zielgrösse liegt jetzt bei etwa 37%. Unverändert gilt, dass die Maximallaufzeit der Titel in den Portfolios fünf Jahre nicht übersteigen soll. Der eingesetzte Blue Bay High Yield Bond Fund verbesserte sich dritten Quartal weiter. Er stieg um 14,8%.

Geldmarkt: Infolge des oben beschriebenen leichten Rückgangs der Obligationenquote steigt der Anteil an Geldmarktanlagen. Die Zielgrösse beträgt momentan 10%, hat aber eher taktischen denn strategischen Charakter.

Aktien Asien: Um der im globalen Kontext immer grösseren Bedeutung Asiens gerecht zu werden, hat das Anlagekomitee die Aktienquote im Segment der asiatischen Schwellenländer um zwei Prozentpunkte angehoben. Im Vordergrund steht das Thema „Infrastruktur“, das durch den Kauf des Invesco Asia Infrastructure Fund umgesetzt werden soll. Insgesamt beträgt die Zielgrösse für asiatische Dividendenpapiere neu rund 11,5%.

Nicht traditionelle Anlagen: Nicht traditionelle Investitionen haben im laufenden Jahr nicht brilliert. Offenbar setzen viele Manager alles daran, vor allem weitere rote Performance-Zahlen zu vermeiden. Sie leiden ausserdem unverändert unter dem An-

passungsdruck in dieser Industrie. Wir haben die Zielgrösse für diese Anlageklasse für den Moment auf 0% reduziert.

Unsere **Asset Allokation zusammengefasst:**

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

Gemessen an den **Kurs/Gewinnverhältnissen**⁴ der letztbekanntesten Gewinne für zwölf Monate haben sich alle Aktienmärkte seit Jahresbeginn verteuert (rot):

	<u>Dezember 2008</u>	<u>Sept. 2009</u>	<u>Veränderung</u>
MSCI Welt Index	14,3	26,5	+85%
DAX Index/DE	10,4	45,7	+341%
DJ STOXX 600 Index/EU19,7		47,3	+138%
S & P 500 Index/USA	14,9	19,9	+34%
SPI Index/CH	28,1	42,9	+46%
TOPIX Index/JPN	13,0	n.v.	n.v.

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

	<u>Kurs / Buchwert</u>	<u>Div. Rendite</u>
MSCI Welt Index	1,7	2,7%
DAX Index/DE	1,5	3,7%
DJ STOXX 600 Index/EU	1,7	3,4%
S & P 500 Index/USA	2,2	2,4%
SPI Index/CH	2,1	2,2%
TOPIX Index/JPN	1,1	1,7%

³ Performance seit Anfang Jahr bis Ende August 2009.

⁴ Quelle: Bloomberg

Ausblick für Sachwertanlagen positiv

Zusammengefasst halten wir an unserem grundsätzlich positiven Szenario für Wirtschaft und Aktienmärkte fest. Noch bestehen viele Unsicherheiten, was hier und dort zu Enttäuschungen von momentan vielleicht zu optimistischen Erwartungen führen dürfte. An den Börsen muss daher auch jederzeit wieder mit Korrekturen oder Konsolidierungsphasen gerechnet werden. Diese werden indes Kaufgelegenheiten eröffnen.

Überkapazitäten, eine moderate Konjunkturerholung und die Tiefzinspolitik vieler Notenbanken sprechen vorderhand für ein Andauern der Phase mit geringer Teuerung und tiefen Kreditkosten. Allerdings sehen wir dies als vorübergehendes Phänomen. Das unabhängige Research-Institut „The Bank Credit Analyst“ schreibt, eine der wichtigsten Erkenntnisse der Krise sei die Einsicht, die US-Notenbank habe in den Green-span-Jahren zuwenig auf die monetären Kennzahlen geachtet. Das mahnt bereits an, dass sich die Welt vor einer überlangen Zeitperiode des zu billigen Geldes in acht nehmen muss. Wir sind überzeugt, dass eine Zeit, in der Sachwertanlagen (zum Beispiel Aktien) den Geldwertinvestitionen (etwa Obligationen) wieder deutlich überlegen sein werden, nicht lange auf sich warten lassen wird.

US-Erbschaftssteuer neu für Europäer in Europa?

Kann es sein, dass Amerika seine ausländischen Kapitalgeber vergraulen will? Ein Blick auf die Zahlungsbilanz würde ja vermuten lassen, dass der ungestillte Kapitalhunger jenseits des Atlantiks einen möglichst pfleglichen Umgang mit den Geldgebern erwarten liesse.

Die von der Regierung Obama angestrebten Änderungen der US-Erbschaftssteuer lassen indes das Gegenteil befürchten. So scheint die Stossrichtung zurzeit zu sein, nicht nur US-Bürger oder in den USA wohnhafte Ausländer zu erfassen, sondern künftig weltweit jede natürliche Person, die amerikanische Wertpapiere besitzt. Im Prinzip könnte folglich das Erbe, das Frau A. aus Zürich ihren Kindern in der Schweiz hinterlässt, neuerdings Gegenstand der amerikanischen Erbschaftssteuer werden, wenn sich darin zufällig ein paar IBM-Titel befinden.

Wer nun glaubt, das IRS (Internal Revenue Service, die US-Steuerbehörde) könne von dieser Erbschaft ja gar nichts wissen, irrt. Banken, die in den USA geschäften wollen, müssen mit Amerika schon seit Jahren ein sog. QI (Qualified Intermediary Agreement) abschliessen, einen Vertrag also, in dem steht, welche Pflichten den Banken obliegen, wenn amerikanische Interessen tangiert sind. Sollte das Repräsen-

tantenhaut den Änderungen diesen Herbst zustimmen, würden die bestehenden QIs von der US-Regierung wohl sofort gekündigt und mit den entsprechenden Anpassungen den hiesigen Banken zur Neuunterzeichnung angeboten. Darin höchst wahrscheinlich ein Passus, wonach Erbschaftssachen mit US-Papieren entweder offengelegt oder mit Quellensteuern belegt werden. Bereits 2010 könnte das Problem akut werden.

Noch ist nichts beschlossen und viele Fragen bleiben offen. Aber es gilt, die Sache wachsam zu verfolgen. US-Titel, die von ausländischen Anlagefonds gehalten werden (beispielsweise die von uns eingesetzten US-Aktienfonds), sind von den neuen Entwicklungen voraussichtlich nicht betroffen.

Alfred Ernst

Vaduz/Zürich, 30. September 2009



