

Es grünt – grünt es?

Grün ist die Farbe der Hoffnung, und (entsprechend?) grün präsentieren sich der Jahresausklang an den Aktienbörsen sowie der Ausblick ins neue Jahr. Mit Ausnahme von Japan gewannen die Leitindizes der wichtigen Aktienbörsen im vierten Quartal abermals Terrain. Allen voran zeigten sich die asiatischen Märkte in Festtagslaune. Der DJ Stoxx AP 600 (Asien ohne Japan) führte die Tabelle für das vierte Quartal mit einem Plus von 5,2% an. Diese Region heimste in unserer Übersicht denn auch gleich die Goldmedaille für das ganze Jahr ein. Am 31. Dezember 2009 lag das Kursniveau dort atemberaubende 62,9% höher als vor zwölf Monaten. Europa mit +28% und die USA mit +23,5% belegen die Ehrenplätze.

Entwicklung der **Aktienmärkte 2009:**

		<u>Dez.2008</u>	<u>Dez. 2009</u>	<u>Veränderung¹</u>
Asien ex Japan	DJ STOXX A/P	268,1	436,7	62,9%
Deutschland	DAX	4'810,2	5'957,4	23,8%
Europa	DJ STOXX 600	198,4	253,9	28,0%
Japan	TOPIX	859,2	907,6	5,6%
Schweiz	SPI	4'567,6	5'626,4	23,2%
USA	S & P 500	903,3	1'115,1	23,5%
Welt	MSCI Weltindex	227,7	299,4	31,5%

Schweift der Blick weiter hinaus, so zeigen gewisse Peripheriemärkte indes noch schönere Gewinne. Brasilien, Russland, China sowie Indonesien rückten (der Vergleichbarkeit halber in US-Dollar ausgedrückt) zwischen 142% und 114% vor und machten damit viel von den im Jahr vorher erlittenen Verlusten wett. Die alten Höchststände sind indes auch an diesen Märkten noch nicht egalisiert. Japan, seit geraumer Zeit das Sorgenkind der Aktieninvestoren, machte seinem Namen vom Land der aufgehenden Sonne an den Weltbörsen keine Ehre. Seine wichtigsten Aktienbarometer (Nikkei 225: +21,5%, Topix: +7,9% in US-Dollar) rangieren unter den 52 vom britischen Wirtschaftsmagazin "The Economist" verfolgten Aktienindizes ganz am Schluss der globalen Tabelle.

Obwohl die Zahlen des Zwölfmonatsvergleichs für sich allein bereits eindrücklich sind, lassen sie den Betrachter nicht erahnen, welche wilde Berg- und Talfahrt dahinter

steckt. Noch im ersten Quartal 2009 wies nichts auf ein solches Börsenwunder hin, im Gegenteil. Bis März schlitterten die meisten Märkte weiter Richtung Tal. Umso stürmischer entwickelten sich die Dividendenpapiere dann in den darauf folgenden neuen Monaten nach oben. Vom Tiefst im März 2009 bis zum Höchst Ende Jahr kletterte beispielsweise das Barometer der Schweizer Blue Chips, der SMI, um 52%. Der S&P-500-Index der amerikanischen Börse schoss um 65% nach oben, und der Hang Seng Index in Hongkong verdoppelte sich zwischen März und November glattweg.

Hektische Aktien – ruhige Hedge Funds

Ruhig ging es dagegen bei den Hedge-Funds zu und her. Der HFRX Global Hedge Fund Index gewann im Zwölfmonatsvergleich in US-Dollar 7,2%, in Euro gerechnet 12,9%. Die Entwicklung zeigt einmal mehr, wie wichtig es ist, im Anlagegeschäft die Nerven zu behalten und systematisch zu agieren. Wer sich im ersten Quartal von der Panik anstecken liess und verkaufte, hat die Verluste realisiert und die Chance auf eine Erholung verspielt. Wer dagegen wegen den tiefen Bewertungen dabei blieb oder mit Blick auf die stark geschrumpfte Aktienquote im Portfolio zukaufte, wurde reich belohnt.

Die **von uns eingesetzten Aktienfonds** haben 2009 die folgenden Renditen erzielt und mit lediglich einer Ausnahme ihre Vergleichsindizes geschlagen:²

Aberdeen Asia Pacific (USD)	69,2%
CIIM European Stock Portfolio (EUR)	49,4%
Performa Fund - Asian Equities (USD)	57,8%
Performa Fund - European Equities (EUR)	32,6%
Neuberger Berman US Equity Value (USD)	35,4%
Performa Fund - US Equities (USD)	26,2%

Andere von uns eingesetzte Fonds entwickelten sich wie folgt:

	<u>USD</u>	<u>EUR</u>	<u>CHF</u>
Thalmann & V. Fund of HF ³	3,6%	3,3%	1,6%
BlueBay High Yield Bond Fd.		49,7%	

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

² Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg.

³ Performance seit Anfang Jahr bis Ende November 2009.

Aktive Emissionstätigkeit

Hektische Betriebsamkeit herrschte in den Obligationen-Emissionsabteilungen der Banken, nicht zuletzt in denen, die am Markt für Schweizer Franken aktiv sind. Hier wurden laut der Fachzeitung „Finanz und Wirtschaft“ (FuW) volumenmässig noch nie so viele Neuemissionen platziert wie im vergangenen Jahr. Über 96 Milliarden Franken an festverzinslichen Papieren kamen neu auf den Markt. Bereinigt um Rückzahlungen von fälligen Obligationen war der Franken-Obligationenmarkt Ende 2009 rekordhohe 534 Milliarden Franken gross (+3% gegenüber Vorjahr, +34% seit 1999).

Bemerkenswert ist im Urteil der FuW ausserdem, dass 2009 kein einziges Papier notleidend wurde, sprich von einem Zahlungsausfall betroffen war. Trotz der Flut von Neuemissionen wurden die Anlegerinnen und Anleger nicht müde, sich solche Papiere en masse in ihre Portfolios zu legen. Im neuen Jahr dürfte das Emissionsvolumen nochmals zunehmen. Der Grund dafür ist der hohe Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand, aber auch vonseiten der Unternehmen, die weiterhin gezwungen sein werden, sich statt mit Bankkrediten mit Obligationen zu finanzieren. Dies gilt auch auf dem internationalen Markt. Obwohl das Emissionsvolumen dort 2009 um schätzungsweise ein Drittel gestiegen ist, wird 2010 weiteres Volumenwachstum zu sehen sein.

Allein das amerikanische Schatzamt könnte 2010 neue Papiere im Umfang von etwa 2,45 Billionen Dollar emittieren, verglichen mit etwa 2,1 Billionen im vergangenen Jahr. Inwieweit die Investoren da angesichts der tiefen Coupons mitziehen werden, ist freilich eine andere Frage. Wir werden es jedenfalls nicht tun.

Heftige Tiefenströmungen am Obligationenmarkt

Unter der relativ ruhigen Oberfläche der Staatspapiere wirbelten im vergangenen Jahr heftige Strömungen die tieferen Schichten des Bondmarktes durcheinander. Im Segment der geringen Kreditqualitäten kam es zu einem eindrücklichen Rally, in dessen Verlauf Gewinne möglich waren, die sonst, sprich in „normalen Jahren“, nur mit Dividendenpapieren zu erzielen sind. Die Jahresperformance des von uns eingesetzten BlueBay High Yield Bond Fund von +49.7% spricht Bände. Aber auch im Bereich der Firmenanleihen mittlerer bis höherer Bonität liess sich gutes Geld machen. Mehr zu diesem interessanten Thema finden Sie im Spezialbericht „Debt Is The New Equity“, den unser Chief Investment Officer Teja von Holzschuher im Dezember geschrieben hat.

Im Jahresverlauf haben sich die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** in allen Ländern ausser der Schweiz erhöht. Während diese wegweisende Rendite in der Schweiz Ende Dezember auch tiefer als vor drei Monaten stand, notierte sie in den USA, Kontinentaleuropa und Grossbritannien höher als vor drei Monaten. In Japan hat sie sich im vierten Quartal nicht verändert:

	<u>Dez. 2008</u>	<u>Dez. 2009</u>
USA	2,1%	3,8%
Europa	2,9%	3,4%
Schweiz	2,1%	1,9%
Grossbritannien	3,1%	4,0%
Japan	1,2%	1,3%

Kommentar zur Asset Allokation

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

Geldmarkt: Infolge der untenstehend beschriebenen Reduktion der US-Aktienquote ist der Anteil an Geldmarktanlagen gestiegen. Er beträgt momentan rund 15% und wird in der Regel in der Referenzwährung des Kunden investiert.

Obligationen: Wir halten unverändert primär Unternehmensobligationen im mittleren und oberen Qualitätssegment sowie eine Beimischung von High-Yield-Bonds. Staatsanleihen etablierter Industrieländer stufen wir dagegen als unattraktiv ein. Die Zielgrösse für die gesamte Obligationenquote eines ausgewogenen Portefeuilles liegt gegenüber dem letzten Anlagebericht unverändert bei rund 37%. Ebenfalls unverändert halten wir die Maximallaufzeit der Titel bei fünf Jahren Restlaufzeit.

Aktien USA: Nach dem markanten Rally der amerikanischen Aktien (+65% seit dem März-Tiefst) haben wir die Gewichtung Anfang Dezember um rund 5 Prozentpunkte auf neu rund 8% Depotanteil reduziert. US-Aktien sehen im Vergleich zu den Dividendenwerten in anderen Ländern im Moment eher reichlich bewertet aus, weshalb wir die Gewichtung nach unten korrigiert haben.

Europäische Aktien liegen unverändert bei etwa 25% Portfolioanteil, **asiatische** (ebenfalls gleichbleibend) bei rund 11,5%.

Nicht traditionelle Anlagen: 2009 war nicht das Jahr der „non-trationals“. An der bereits im dritten Quartal gefällten Entscheidung, diese Anlageklasse momentan zu meiden bzw. noch bestehende Positionen zu veräussern, halten wir fest.

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/Gewinnverhältnissen⁴** der letztbekanntesten Gewinne für zwölf Monate haben sich alle Aktienmärkte im Jahresverlauf verteuert (rot):

	Dez. 2008	Dez. 2009	Veränderung
MSCI Welt Index	14,3	32,1	+125%
DAX Index/DE	10,4	60,2	+479%
DJ STOXX 600 Index/EU	19,7	58,2	+195%
S & P 500 Index/USA	14,9	24,3	+63%
SPI Index/CH	28,1	37,8	+35%
TOPIX Index/JPN	13,0	n.v.	n.v.

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

	Kurs / Buchwert	Div. Rendite
MSCI Welt Index	1,8	2,4%
DAX Index/DE	1,5	3,5%
DJ STOXX 600 Index/EU	1,7	3,3%
S & P 500 Index/USA	2,2	2,1%
SPI Index/CH	2,1	2,2%
TOPIX Index/JPN	1,1	1,8%

Konjunkturrhimmel teils heiter, teils wolzig

Stehen die Ampeln für 2010 weiterhin auf grün, so wie es jetzt den Anschein macht? Entscheidend ist natürlich, wie weit die Weltwirtschaft wieder auf Wachstumskurs einschwenken kann. Einerseits helfen die zahlreichen staatlichen Stimulierungsmassnahmen, von denen einige erst im neuen Jahr ihre volle Wirkung entfalten. In China zum Beispiel sollen 2010 etwa 590 Milliarden Yuan (ca. 88 Mrd. Franken) wirksam werden, womit die im vergangenen Jahr ausgegebenen 488 Milliarden Yuan noch überboten werden. In den USA ruhen die Hoffnungen auf der raschen Rückzahlung staatlicher Hilfgelder aus dem Finanzsektor, womit Geld für andere Massnahmen frei beziehungsweise ein weiteres Aufblähen des amtlichen Hilfsapparats verhindert würde. Andererseits überschattet der ungebrochen grosse Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand die Märkte. Die Staatsverschuldung nimmt überall weiter zu und erreicht in einigen Ländern bereits kritische Grössen, etwa in Grossbritannien oder den USA. Weitere Schocks aus dieser Richtung, wie wir sie bereits in Griechenland oder Dubai kürzlich gesehen haben, sind nicht auszuschliessen.

Konsumenten von allen Seiten unter Druck

In den Industrienationen, allen voran den USA, bleibt die Arbeitslosigkeit vorderhand hoch. In Europa dürfte der Zenit noch nicht überschritten sein. Das wird die Konsumenten hüben wie drüben kaum in überbordende Kauflaune versetzen. Selbst die, die ihre Stelle noch haben, müssen den Gürtel bisweilen enger schnallen, wie etwa die irischen Staatsdiener, die durchs Band Lohnkürzungen verdauen müssen. Solche einschneidenden Massnahmen könnten auch in anderen Ländern noch kommen und auf die Stimmung drücken.

⁴ Quelle: Bloomberg

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

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

Ausgesprochen wird es natürlich nicht laut, aber letztlich werden auch Steuererhöhungen nicht zu umgehen sein. In der Schweiz, wo die Lage im globalen Vergleich recht komfortabel ist (das staatliche Budgetdefizit dürfte 2009 etwa bei etwa 1,3% des Bruttoinlandprodukts liegen⁵), steigt die Mehrwertsteuer im kommenden Jahr leicht an. Im Kanton Zürich behilft sich die Regierung schon 2010 möglichst unauffällig mit der Erhöhung des Eigenmietwerts (fiktives anrechenbares Einkommen für Besitzer von Wohneigentum). Zwar müssen andere Gründe dafür herhalten, und das politische Unwort wird tunlichst verschwiegen, aber im Endeffekt läuft beides auf Steuererhöhungen hinaus.

In Deutschland dürften die konjunkturgetriebenen Steuererleichterungen nur temporären Charakter haben. In den Ländern, in denen das Budgetdefizit bereits 2009 zweistellige Prozentzahlen des Bruttoinlandprodukts erreicht haben dürfte, ist es schwierig, sich auszumalen, wie die Zukunft ohne Steuererhöhungen aussehen soll. Zu dieser Gruppe gehören Grossbritannien, Spanien und die USA. Das Dilemma dabei ist unübersehbar: Ein Dreh an der Fiskalschraube wäre zwar dringend nötig, um die Staatsfinanzen halbwegs zu stabilisieren. Diese Steuererhöhungen könnten indes den zaghaften Aufschwung sofort wieder abwürgen, was keinesfalls wünschenswert ist.

Durststrecke der Banken noch nicht überwunden

Der Finanzsektor ist ebenfalls noch nicht über dem Berg. In den USA haben nun vor allem die kleineren und regionalen Banken wegen ihrer Kreditgeschäfte im kommer-

ziellen Immobiliensektor zu kauen. Zu allem Unglück fallen diese Institute meistens nicht in die Kategorie „too big to fail“, was die Sorgenfalten kaum abschwellen lässt. In Europa überschattet die schwache Verfassung gewisser osteuropäischer Volkswirtschaften das Kreditgeschäft.

Aus diesem Mix lässt sich ein eher schleppendes Konsum- und Investitionsverhalten ableiten, was sich als Sand fürs Börsengetriebe entpuppen könnte. Erstaunlicherweise zeigen sich die Konsumenten jüngst indes eher von der hoffnungsvollen Seite, wie entsprechende Umfragen in verschiedenen Ländern zeigen. Die Konjunkturforscher haben ihre Erwartungen im Schnitt ebenfalls erhöht. Langsam machen sich die Notenbanken daher Gedanken, wie und vor allem wann sie den Hebel von der Stellung „exzessive Geldversorgung“ in Richtung „neutrale Geldversorgung“ zurückdrehen wollen oder müssen. Die Beobachter sind sich weitgehend einig, dass dies in der Euro-Zone und den USA kaum vor Mitte Jahr sein wird. Zu fragil scheint das Pflänzchen Aufschwung zu sein, das niemand vorzeitig abwürgen will.

Gesamtausblick grün? Grün!

Alles in allem rechnen wir für 2010 mit einem anlagetechnisch anspruchsvollen Jahr. Die Renditen dürften die von 2009 kaum nochmals erreichen, sprich insgesamt ist ein Zurückschalten auf einen normaleren Modus angesagt. Aktien dürften sich sehr unterschiedlich entwickeln, das heisst hohe Selektivität ist das Gebot der Stunde. Unter dem Strich stehen die Zeichen für diese Sachwertanlagen aber auf positiv. Obligationen werden ihr Traumresultat von 2009 kaum wiederholen können, bleiben vorderhand aber als sicherer Anker geeignet und leisten ihren Beitrag zur Gesamtperformance. Die Teuerung scheint in den nächsten Monaten noch kein Problem zu sein, längerfristig ist sie für Anlegerinnen und Anleger als sehr relevant im Auge zu behalten.

Alfred Ernst

Vaduz/Zürich, 31. Dezember 2009

⁵ Quelle: The Economist



