

Weltwirtschaft und Finanzmärkte legen höheren Gang ein

„Es grünt“, schrieben wir an dieser Stelle vor drei Monaten, und der Blick auf die untenstehende Tabelle mit wichtigen Börsenplätzen zeigt, dass diese Prognose bisher korrekt war. Trotz leichter Börsenkorrektur im Januar und Februar notierten Ende März alle wegweisenden Indizes höher als vor 90 Tagen. Am besten haben sie sich in Japan, der Schweiz und den USA entwickelt. Die Spitzenreiter des vergangenen Jahres, sprich die asiatischen Märkte ohne Japan, rangen dagegen offenbar verstärkt nach Luft und mussten kürzer treten. Vergleicht man die Börsentabelle mit der Wachstumsprognosen für das Bruttoinlandprodukt (BIP) auf Seite 2, offenbart sich eine bemerkenswerte Parallele: Auch dort sind es Japan, die Schweiz und die USA, denen die Ökonomen jetzt für das laufende Jahr ein höheres Wachstumstempo als vor drei Monaten prophezeien.

Entwicklung der Aktienmärkte seit Jahresbeginn:

		Dez.2009	März 2010	Veränderung ¹
Asien ex Japan	DJ STOXX A/P	436,7	443,8	1,6%
Deutschland	DAX	5'957,4	6153,5	3,3%
Europa	DJ STOXX 600	253,9	263,6	3,8%
Japan	TOPIX	907,6	978,8	7,8%
Schweiz	SPI	5'626,4	6007,8	6,8%
USA	S & P 500	1'115,1	1169,4	4,9%
Welt	MSCI Weltindex	299,4	307,4	2,7%

Zinsen bleiben vorerst tief

An den Haupt-Obligationenmärkten gab es kaum nennenswerte Bewegungen. Die Renditen der Staatsanleihen in den Industrienationen notieren gegenüber Silvester kaum verändert. Zwar gibt es Anzeichen, dass die Notenbanken die Zügel demnächst wieder straffer in die Hand nehmen wollen (Leitzinserhöhung in Australien, verbale Äusserungen einzelner Fed-Exponenten), doch haben diese Signale die Marktteilnehmer noch nicht aufgeschreckt. Insgesamt dominiert nach wie vor die auch von

uns vertretene Meinung, die globale Wirtschaft sei noch immer auf billiges Notenbankgeld angewiesen. Ein voreiliges Anziehen der Zinsschraube würde das zarte Konjunkturpflänzchen abwürgen, weshalb niemand diesen heiklen Schritt wagen möchte. Einzige Auffälligkeit: Die Zinskurven sind in allen wichtigen Währungen sehr steil. Das bedeutet: Die Differenz zwischen kurz- und langfristigen Zinssätzen ist auffallend hoch. Wir sehen das allerdings nicht als Warnzeichen vor einem grösseren Inflationsschub sondern vielmehr als Ausdruck der oben beschriebenen Notenbankpolitik des billigen (um nicht zu sagen kostenlosen) Geldes. Nominell bewegen sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen noch immer nahe ihrer historischen Tiefststände.

Seit Jahresbeginn haben sich die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** kaum verändert.:

	Dez. 2009	März 2010
USA	3,8%	3,8%
Europa	3,4%	3,1%
Schweiz	1,9%	1,9%
Grossbritannien	4,0%	3,9%
Japan	1,3%	1,4%

Die gute Verfassung der Märkte für festverzinsliche Papiere wurde im ersten Quartal auch von Emittenten mit geringer Bonität rege genutzt. Laut Bloomberg wurden im März weltweit sogenannte „Junk Bonds“ (Obligationen von Schuldner mit einem Rating unterhalb von Baa3 beziehungsweise BBB-) im Wert von 38 Milliarden Dollar platziert. Damit ist der bisherige Rekord vom November 2006 von 36 Milliarden Dollar überboten worden.

Licht

Somit alles im grünen Bereich? Mitnichten! Zwar gibt es tatsächlich viele gute Nachrichten. So hat etwa die Luftfahrtbranche jüngst buchstäblich abgehoben. Sie verzeichnete im Februar gemäss der International Air Transport Association (Iata) im Passagieraufkommen ein Plus von 9,5% gegenüber dem Vorjahresvergleichswert. An Fracht wurde gar 26,5% mehr geladen als vor Jahresfrist. Appetit auf Flugreisen manifestierte sich vor allem im Nahen Osten (+26%) und in Asien (+13,5%). In Europa

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

und den USA entwickelte sich der Drang zum Fliegen mit je +4% dagegen noch verhalten.

Gut zu grün passen auch der Anstieg des Konsumentenvertrauens und die Schaffung von 162'000 neuen Arbeitsplätzen in den USA im März. Letzteres stellt immerhin den grössten monatlichen Zuwachs seit etwa drei Jahren dar. Die Verkäufe von bestehenden Einfamilienhäusern (im Februar 8,2% mehr als im Januar) lieferten das lang erwartete Lebenszeichen vom Immobilienmarkt. Auch von den Einkaufsmanager-Statistiken in den USA, Grossbritannien und der Eurozone kommen gute Nachrichten, die illustrieren, dass die Konjunktur auflebt. Der amerikanische ISM Manufacturing-Index sowie der Manufacturing Purchasing Management Index der Eurozone stehen derzeit höher als vor Ausbruch der Krise. Die Frühindikatoren auf beiden Seiten des Atlantiks zeigen nach oben. Kein Wunder, schreibt die ZKB vor diesem Hintergrund gar, sie erachte die Chance eines regelrechten „Mini-Booms“ als gross.

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

	Reales BIP Wachstum		Teuerung	
	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>
Deutschland	1,6	1,6	0,9	1,3
Euroland	1,2	1,4	1,3	1,4
Grossbritannien	1,3	2,1	2,7	1,9
Japan	1,9	1,6	-1,0	-0,2
Schweiz	1,7	1,8	0,9	1,0
USA	3,1	2,9	2,0	1,6

... und Schatten

Auf der anderen Seite dominiert noch verbreitet die Vorsicht und Mahnfinger sind allenthalben zu sehen. Dem Mini-Boom möchte man natürlich keinesfalls einen Maxi-Crash folgen sehen. So sah sich jüngst kein geringerer als der Chef des Internationalen Währungsfonds, Dominique Strauss-Kahn, bemüsstigt, vor allzu grossem Konjunkturoptimismus zu warnen. Den Finger auf den wunden Punkt legte die Chinesische Zentralbank, die mit Blick auf die hohe Staatsverschuldung in den USA Gefahren für die Weltwirtschaft ortete.

Tatsächlich ist die Verschuldung der öffentlichen Hand – nicht nur in den USA – ein Grund zur Sorge und eine potenzielle Wachstumsbremse. Aber auch die private Schuldensituation vieler Konsumenten ist noch lange nicht gelöst. Das hemmt einerseits den Konsum und belastet andererseits die Banken, die nach wie vor mit Ausfällen auf ihren Hypothekar-, Kreditkarten- sowie anderen Konsumkrediten zu kämpfen haben. Kleinen sowie mittelgrossen US-Banken steht trotz der jetzt spriessenden Frühlingsboten ein weiteres harsches Jahr bevor. Im ersten Quartal 2010 sind in Amerika rund 40 Banken untergegangen, soviel wie es 2009 erst zur Jahresmitte waren. 2010 könnte diesbezüglich einen neuen traurigen Rekord bringen.

Rohstoff-Teuerung bisher gut verdaut

Heimlich, still und leise hat der Ölpreis zu Ostern den höchsten Stand seit 18 Monaten erklommen. Kupfer ist wieder auf Vorkrisenniveau gestiegen. Der Ölpreis notiert heute in US-Dollar rund 76 Prozent höher als Anfang 2008. In Euro ausgedrückt beträgt die Verteuerung 84 Prozent. Einerseits manifestieren die deutlich höheren Notierungen die Erholung der Weltwirtschaft. Auf der andere Seite wirft diese rasche und steile Entwicklung bereits wieder ihre Schatten voraus, stellt eine so markante Verteuerung dieses für alle Wirtschaftsbelange zentralen Rohstoffs doch eine ernstzunehmende Bremse dar.

Die **von uns eingesetzten Aktienfonds** haben im bisherigen Jahresverlauf die folgenden Renditen erzielt und allesamt im Plusbereich abgeschlossen²:

Aberdeen Asia Pacific (USD)	2,9%
Invesco Asia Infrastructure (USD)	0,6%
Nomura ETF Toppix (Yen)	9,0%
Performa Fund - Asian Equities (USD)	1,0%
CIIM European Stock Portfolio (EUR)	9,6%
Performa Fund - European Equities (EUR)	2,6%
Neuberger Berman US Equity Value (USD)	3,4%
Performa Fund - US Equities (USD)	7,3%

² Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg.

Andere von uns eingesetzte Fonds entwickelten sich wie folgt:

BlueBay High Yield Bond Fd. (EUR) **6,1%**

Aktien erklimmen die Mauer der Sorgen

Vor dieser Kulisse fragt man sich natürlich zu Recht, wie denn die Dividendenpapiere angesichts all der dunklen Wolken eine solch brillante Performance hinlegen können. Die Wallstreet ist da – wie auch in anderen Fragen – nie um eine Antwort in Form eines Bonmots verlegen: „Bullmarkets like to climb the wall of worries“, zu deutsch „Hausen klettern gerne die Wand der Sorgen hoch“ lautet dazu die passende Antwort. Ausdrücken soll sie wohl die bekannte Tatsache, dass Aktien immer dann steigen, wenn an deren Potenzial noch Zweifel besteht. Sind dagegen dereinst alle Zweifel beseitigt, gilt es bereits wieder vorsichtig zu werden, weil sich bis dann alle Welt ausreichend mit Aktien eingedeckt hat und das Geld für weitere Käufe fehlt.

Ein anderes geflügeltes Wort passt ebenfalls hervorragend zur aktuellen Situation an den Börsen: „The trend is your friend“, auf deutsch „Der Trend ist dein Freund“. Tatsächlich bewegen sich weltweit fast alle wichtigen Indizes auf einem steigenden Pfad. Und in allen von uns beobachteten Hauptmärkten notieren diese Kursbarometer über ihren gleitenden Durchschnitten für 30, 90 und 200 Tage, was laut der technischen Lehre ein Zeichen dafür ist, dass der eingeschlagene Trend intakt ist.

Gemessen an den **Kurs/Gewinnverhältnissen**³ der letztbekanntesten Gewinne für zwölf Monate haben sich alle Aktienmärkte seit Anfang Jahr verbilligt (grün):

	Dez. 2009	März 2010	Veränderung
MSCI Welt Index	32,1	21,0	-35%
DAX Index/DE	60,2	21,6	-64%
DJ STOXX 600 Index/EU	58,2	19,2	-67%
S & P 500 Index/USA	24,3	18,7	-23%
SPI Index/CH	37,8	19,1	-49%
TOPIX Index/JPN	n.v.	n.v.	n.v.

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

	Kurs / Buchwert	Div. Rendite
MSCI Welt Index	1,9	2,3%
DAX Index/DE	1,6	3,4%
DJ STOXX 600 Index/EU	1,7	3,2%
S & P 500 Index/USA	2,2	1,9%
SPI Index/CH	2,1	2,2%
TOPIX Index/JPN	1,2	1,6%

Kommentar zur Asset Allokation / Anlageausblick

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

Geldmarkt: Infolge der untenstehend beschriebenen Entscheidungen wird der Geldmarktanteil reduziert. Die Zielgrösse beträgt neu rund 8%, verglichen mit zuvor 15%. Nach wie vor betrachten wir Geldmarktanlagen nur als Parkmöglichkeit bzw. als taktische Reserve, denn die Renditen sind nach wie vor verschwindend klein.

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 Portfolios liegt gegenüber dem letzten Anlagebericht unverändert bei rund 37%. Ebenfalls unverändert halten wir die Maximallaufzeit der Titel bei fünf Jahren Restlaufzeit, wobei wir eine ungefähre Gleichgewichtung der Laufzeiten von ein bis fünf Jahren anstreben.

Aktien USA: Die Korrektur an den US-Aktienmärkten zu Beginn des Jahres fiel überraschend gering aus und war lediglich von kurzer Dauer. Die Bewertungen haben sich in der Zwischenzeit verbilligt. Der Markt befindet sich nun auf fairem Bewertungsniveau. Das geschätzte Kurs-/Gewinnverhältnis (forward P/E) liegt bei 14,7 und damit in etwa bei seinem historischen Median. Ein vom amerikanischen Research-Institut „Bank Credit Analyst“ berechneter Value-Indikator steht ebenfalls auf neutral. Im Vergleich zum Weltaktienindex MSCI World-Index ist der S&P-500-Index beim KGV, beim geschätzten KGV und dem Kurs-/Cash-Flow-Verhältnis unterbewertet. Wir erwarten

³ Quelle: Bloomberg

weiterhin eine Hausse der US-Dividendenwerte und haben deshalb die US-Gewichtung im März auf gut 13% erhöht.

Aktien Europa: Europäische Aktien sind in Relation zum Weltaktienmarkt in allen Belangen unterbewertet. Gegenüber dem eigenen historischen Kurs-/Gewinnverhältnis notiert der Markt mit einem Abschlag von rund 27%. Infolge der Kursavancen liegt der aktuelle Portfolioanteil nun bei gut 26%. Wir erwarten eine Fortsetzung der positiven Kursentwicklung.

Asiatische Aktien: Die Dynamik in Asien ist beeindruckend, die Krise hat dort viel weniger Spuren hinterlassen als in Europa und Nordamerika. Fast zu gut erscheint uns die Entwicklung in China, wo es möglicherweise zu einer Überhitzung kommen könnte. Noch weitgehend unbemerkt scheint jetzt der gebeutelte japanische Markt Tritt zu fassen. Im März stand die Industrieproduktion im Land der aufgehenden Sonne 31% höher als vor Jahresfrist. Vom Vorkrisen-Niveau ist man zwar noch immer weit entfernt, aber der Erholungstrend ist eindrucklich. Japan ist bei den meisten Investoren noch nicht auf dem Radar. Wir nutzen die attraktive Bewertung des Marktes und nehmen erstmals seit längerem wieder ein japanisches Aktienprodukt mit 2% in die Asset Allokation auf. Zusammen mit der Exponierung über asiatische Aktienfonds beläuft sich die Gesamtallokation Japan auf knapp 4%.

Nicht traditionelle Anlagen: In diesem Bereich halten wir gegenwärtig keine Positionen.

Unsere **Asset Allokation zusammengefasst:**

Anlagekategorien

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

Zum Schluss noch dies

Im Zuge der „Nutztierkrise“, in denen die „PIGS“ (Portugal, Italien, Griechenland, Spanien) einiges erdulden mussten, war es einmal mehr sehr interessant zu beobachten, wie das Schwarzpeterspiel auf allen möglichen Ebenen gespielt wurde. Dass sich einige Protagonisten dabei bisweilen auch arg verstiegen, gehört bei der Suche nach den möglichen Schuldigen natürlich immer mit zum Spiel. So fand die Hypothese, üble Spekulanten hätten Griechenland und den Euro mittels dubioser Finanzgeschäfte über die Klippe gestossen, in der aufgeheizten Stimmung des „Finanzbashing“ begeisterten Applaus. Die These ist etwa so plausibel wie die, wonach der Schimmel das Pferderennen gewinnt, weil besonders viele Besucher mit hohen Einsätzen auf ihn gewettet haben, während der braune Gaul verliert, weil die Zuschauer gegen ihn gesetzt haben.

Alfred Ernst

Vaduz/Zürich, 31. März 2010



