

Den Problemen zum Trotz sehr widerstandsfähig

Die Finanzmärkte – allen voran die Aktienbörsen - haben sich im ersten Quartal erstaunlich resistent präsentiert, wenn man bedenkt, welchen negativen Einflüssen sie ausgesetzt waren. Unruhen und Umstürze in Nordafrika sowie dem Nahen Osten, der Beginn bürgerkriegsähnlicher Zustände gefolgt vom Eingreifen internationaler Truppen in Libyen, die Dreifachkatastrophe in Japan wie auch die schwelende Euro-Krise haben der Welt ein in dieser Dichte lange nicht mehr gesehenes Sorgenpaket geliefert.

Unsere Prognosen haben sich durch die jüngsten Ereignisse nicht wesentlich verändert. Grundsätzlich ist die Rezession überstanden. Wir sehen einer Periode mit gemässigtem Wachstum kombiniert mit rückläufiger Arbeitslosigkeit entgegen. Da viele Aktien noch immer relativ günstig bewertet sind, breite Anlegerschichten aber noch immer nicht richtig zugegriffen haben, glauben wir an eine unverändert nach oben verlaufende Grundtendenz der Dividendenpapiere.

Dieses Szenario könnte sich ändern, wenn die Ölpreise abermals deutlich stiegen. Dies würde das Wirtschaftswachstum dämpfen sowie Inflationsbefürchtungen schüren. Die Zürcher Kantonalbank betrachtet 150 US-Dollar pro Fass als kritische Grenze, ab welcher die globale Konjunktur spürbar verlangsamt würde (aktuell notiert Nordsee Brent zu knapp 120 Dollar, West Texas Intermediate zu 110 Dollar). Beobachter schätzen, in diesen Preisen sei eine geopolitisch bedingte „Angstprämie“ von ungefähr 20 Dollar enthalten.

Weltwirtschaft bleibt auf Wachstumskurs

Momentan stehen die Signale für die Konjunktur in den meisten Weltregionen auf grün. In der Eurozone, in Deutschland und in den USA erwarten die Ökonomen jetzt für 2011 ein höheres Wachstum als vor drei Monaten. Eine grosse Unbekannte stellt Japan dar. Der Aufschwung, der gerade erst Tempo gewonnen hatte, dürfte durch die jüngsten Ereignisse wieder gebremst werden. Laut der Tankan-Umfrage der Bank of Japan hat sich das Geschäftsklima nach der Natur- und Nuklearkatastrophe deutlich eingetrübt. Damit dürften auch die Wirtschaftsaguren des „Economist“ (siehe Tabelle rechts) ihre Erwartungen für das Land der aufgehenden Sonne in den kommenden Wochen eher wieder nach unten revidieren.

Schätzungen veranschlagen die Schäden, welche das Inselreich schultern muss, auf über 300 Milliarden Dollar. Dennoch gilt der negative Einfluss auf die Weltkonjunktur als gering, da Nippon nur etwa für 2% der globalen Wirtschaftsexpansion verantwort-

lich zeichnet. Neben der unermesslichen Tragik für Mensch wie Umwelt wird sich die Staatsverschuldung zwangsläufig weiter erhöhen. Unglücklicherweise belegte Japan mit einer Verschuldungsquote von über 200% des Bruttoinlandprodukts (BIP) schon vor dem Unglück den Spitzenplatz unter allen grossen Industriestaaten.

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

	Reales BIP Wachstum		Teuerung	
	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>
Deutschland	2,6%	2,0%	1,9%	1,8%
Euroland	1,6%	1,7%	2,2%	1,8%
Grossbritannien	1,6%	2,0%	3,8%	2,3%
Japan	1,7%	2,0%	-0,1%	0,2%
Schweiz	2,0%	2,0%	0,8%	1,4%
USA	3,3%	3,2%	2,1%	1,8%

Von Deflations- auf Inflationsangst geschwenkt

War es vor kurzem noch das Deflationsgespenst, das ein latentes Unwohlsein verbreitete, steht nun die Furcht vor Inflation im Fokus. Diese ist hier und dort bereits stärker als erwartet aufgeflackert. Das setzt die Notenbanken unter Druck, mit Zinserhöhungen Gegensteuer zu geben. In der Euro-Zone ist die Teuerung im März auf 2,6% (Jahresbasis) geklettert, womit sie ein 29-Monate-Höchst erklommen hat. Im Markt wird daher ein erster Schritt der Europäischen Zentralbank (EZB) bereits im zweiten Quartal erwartet, liegt die von der Währungshüterin anvisierte Zielgrösse für die tolerierbare Inflation doch bei nur 2%.

Eine Drehung an der Zinsschraube durch die EZB würde auch der Schweiz den Weg zu einer Normalisierung der extrem lockeren Geldpolitik erleichtern. In den Vereinigten Staaten dagegen scheint das Fed frühestens im dritten oder vierten Quartal erstmals aktiv werden zu müssen. So oder so ist es aussergewöhnlich, dass die Europäer die Zinszügel vor den Amerikanern anziehen.

Ob die Erhöhung der Leitsätze gut ankommen wird, ist natürlich eine andere Frage. Für Deutschland sowie die Schweiz wäre sie wegen des brummenden Konjunkturmotors positiv. Dagegen dürften höhere Sätze vorab der noch immer an Krisensymptomen und hoher Verschuldung leidenden Peripherie mit Irland, Portugal, Spanien (Ar-

beitslosenquote 20,5%!) und Griechenland überhaupt keine Freude bereiten. Der Trend scheint aber unausweichlich zu sein. Am langen Ende der Laufzeiten ist er jedenfalls bereits sichtbar geworden, wie die folgende Tabelle zeigt.

Seit Jahresbeginn haben sich die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** allesamt erhöht:

	<u>Dez.2010</u>	<u>März 2011</u>
USA	3,3%	3,5%
Europa	3,0%	3,4%
Schweiz	1,7%	2,0%
Grossbritannien	3,4%	3,7%
Japan	1,1%	1,3%

Nagelproben für die Obligationenmärkte

Überhaupt sehen sich die Obligationenmärkte mit weiteren Härtetests konfrontiert. Zu nennen wären etwa amerikanische Staatsobligationen, die in den vergangenen Wochen wichtige Freunde gewonnen wie verloren haben. Auf der einen Seite hat der weltgrösste Anlagefonds für Anleihen, Pimco Total Return, seine Bestände an langfristigen Schatzpapieren dem Vernehmen nach komplett veräussert. Angst machte den Pimco-Managern offenbar das auf Ende Juni terminierte Auslaufen des als „Quantitative easing 2“ benannten Programms zum Kauf von Staatsanleihen durch die US-Notenbank.

Im Rahmen dieses Stützungsprogramms hatte das Fed in den vergangenen Monaten Abermilliarden an Dollar-Schuldverschreibungen erworben. „Wenn dieser Käufer ausfällt, wer soll dann an dessen Stelle treten?“, lautet die Frage. Auch Japan dürfte von der Seite der ewigen Käufer auf die Verkäuferseite wechseln, wenn ausländische Guthaben für den Wiederaufbau repatriiert werden müssen. Die gebeutelte Nation hält etwa einen Fünftel aller US-Treasury-Wertpapiere, womit sie die zweitwichtigste Geldgeberin Amerikas darstellt.

Auf der anderen Seite ist bekannt geworden, dass China ein noch grösserer Gläubiger der USA ist, als bislang angenommen wurde. So hielt die aufstrebende Wirtschaftsmacht Ende 2010 US-Schatzpapiere im Umfang von 1,16 Billionen Dollar, mehr als jedes andere Land der Erde. Die Korrektur nach oben kam zustande, weil China nicht

nur direkt in den Staaten solche Titel erworben hat, sondern auch auf dem internationalen Markt, namentlich in Grossbritannien. Das Reich der Mitte und Amerika sind damit noch stärker voneinander abhängig. Das Land der unbegrenzten Möglichkeiten braucht China, um das Staatsdefizit zu finanzieren. China auf der anderen Seite ist fast gezwungen, die emittierten Titel zu kaufen. Auf der einen Seite wollen die Chinesen damit verhindern, dass der Greenback gegenüber dem Renminbi zu stark fällt, weil dies den chinesischen Exporten schaden würde. Auf der anderen Seite möchten die Asiaten einen übermässigen Zinsanstieg in Amerika verhindern, da ein solcher über die daraus in den USA zu erwartende Wachstumsabschwächung ebenfalls auf die eigenen Ausfuhren drücken würde.

Aktien dynamisch ins Jahr gestartet

Gut im Schuss zeigten sich die Aktien, allen voran die amerikanischen. Sie haben sich unter anderem dank den munter sprudelnden Unternehmensgewinnen freundlich entwickelt. Die im S&P-500-Index vertretenen Gesellschaften erzielten im vierten Quartal 2010 mit rund 180 Milliarden Dollar Gewinn einen neuen Rekord. Der S&P-500 hat im ersten Quartal 5,4% zugelegt. Er liegt damit noch rund 15% unter seinem Allzeithöchst von 2007. Noch besser gelaufen sind in den vergangenen Monaten die amerikanischen Nebenwerte. Deren Barometer, der Russell 2000 Index, hat sein historisches Höchst von 2007 um ein Haar wieder erreicht. Global gesehen ist den Dividendenwerten der Start ins neue Jahr allen Widerwärtigkeiten zum Trotz gut gelungen. Der freundliche Trend dürfte anhalten.

Entwicklung der **Aktienmärkte seit Jahresbeginn:**

		<u>Dez.2010</u>	<u>März 2011</u>	<u>Veränderung¹</u>
Asien ex Japan	DJ STOXX A/P	491,3	499,8	1,7%
Deutschland	DAX	6'914,2	7'041,3	1,8%
Europa	DJ STOXX 600	275,8	275,9	0,0%
Japan	TOPIX	898,8	869,4	-3,3%
Schweiz	SPI	5'790,6	5'791,6	0,0%
USA	S & P 500	1'257,6	1'325,8	5,4%
Welt	MSCI Weltindex	330,6	343,6	3,9%

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

Die **von uns eingesetzten Aktienfonds** haben im Jahresverlauf die folgenden Renditen erzielt²:

Aberdeen Asia Pacific (USD)	-2,0%
Invesco Asia Infrastructure (USD)	1,8%
Nomura ETF Topix (Yen)	-2,5%
Performa Asian Equities (USD)	-1,8%
Black Rock Swiss Small & Midcap Opp. (CHF)	-2,1%
Raiffeisen Futura Swiss Stocks (CHF)	2,5%
CIIM European Stock Portfolio (EUR)	2,6%
Performa European Equities (EUR)	0,9%
Performa US Equities (USD)	5,0%
Perkins US Strategic Value (USD)	5,9%

Andere von uns eingesetzte Fonds entwickelten sich wie folgt:

BlueBay High Yield Bond Fund (EUR)	3,7%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (EUR) ³	2,6%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (CHF)	2,3%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (USD)	2,6%

Kommentar zur Asset Allokation / Anlageausblick

An den Sitzungen des Anlagekomitees haben wir die folgende Asset Allokation des ausgewogenen Schweizer-Franken-Portfolios mittlerer Risikostufe ohne kundenseitige Einschränkungen beschlossen:

Geldmarkt: Geldmarktanlagen, die zuletzt rund 12% erreicht haben, werden nun zum Teil für Investitionen im Obligationenbereich eingesetzt, womit die taktische Allokation in diesem Segment vorübergehend sinkt (siehe Obligationen).

Obligationen: Da wir in absehbarer Zukunft einen Zinsanstieg erwarten, rückt der Bereich der variabel verzinsten Obligationen (Floating Rate Notes bzw. -Bonds) in den Fokus. Zulasten der Geldmarktallokation werden bis zu 4% der Portfolios in entspre-

chende Titel investiert. Im Gegenzug wird der Erlös aus regulär fälligen Papieren solange zurück in den Geldmarkt geleitet, bis die bisherige Obligationenquote von rund 38% wieder hergestellt ist. Die Positionen im New Capital Wealthy Nations Bond Fund und dem europäischen High-Yield-Bond-Fund bleiben unverändert.

Aktien Schweiz: Um die angestrebte höhere Heimallokation (siehe auch Anlagebericht vom 31.12.2010 sowie Kommentar „Ist internationale Diversifikation noch sinnvoll?“) umsetzen zu können, steht mittlerweile eine nach Value-Kriterien zusammengestellte Auswahl von 20 attraktiven Schweizer Valoren zur Verfügung. Alternativ kommt der neu evaluierte Raiffeisen Futura Swiss Stock Fund für grosskapitalisierte Schweizer Werte zum Einsatz. Vom 30.6.2001 (Startdatum des Fonds) bis Ende 2010 hat dieser Fonds mit einem Gesamtertrag von 55,6% den SPI (15,7%) wie auch den SMI (8,4%) deutlich geschlagen. Er brachte es in diesem Zeitraum auf eine durchschnittliche jährliche Rendite von 4,7%, verglichen mit 1,5% des SPI und 0,8% des SMI. Der Bereich kleine- und mittelgrosse Unternehmen wird unverändert durch den Black Rock Swiss Small- and MidCap Opportunities Fund abgedeckt.

Insgesamt sind die Schweizer Aktien im Schnitt mit rund 15% gewichtet. Damit ist die strategische Zielgrösse von 25,75% noch nicht erreicht. Wir haben im vergangenen Quartal indes keine generelle Änderung an der momentan gültigen taktischen Zuteilung vorgenommen, weil wir den Wechsel aus Euro- sowie US-Dollar-Investitionen nicht als opportun betrachteten. In Fällen, wo individuell Liquidität in Franken vorhanden ist, bauen wir die Schweizer Aktienquote bereits heute schrittweise aus.

Gemessen an den **Kurs/Gewinnverhältnissen**⁴ der letztbekanntesten Gewinne für zwölf Monate haben sich alle Aktienmärkte ausser dem schweizerischen seit Anfang Jahr verbilligt (grün):

	<u>Dez. 2010</u>	<u>März 2011</u>	<u>Veränderung</u>
MSCI Welt Index	15,6	14,7	-6%
DAX Index/DE	14,4	12,8	-11%
DJ STOXX 600 Index/EU15,3		13,5	-12%
S & P 500 Index/USA	15,8	15,5	-2%
SPI Index/CH	14,9	15,2	+2%
TOPIX Index/JPN	16,3	14,7	-10%

² Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg.

³ Performance in allen Währungen inkl. reinvestierte Ausschüttung

⁴ Quelle: Bloomberg

Aktien Europa: In der Gesamtallokation von europäischen Dividendenpapieren hat sich nichts verändert. Allerdings ergeben sich aus der auf das neue Jahr lancierten neuen strategischen Asset Allokation für die Referenzwährungen Franken, Euro und US-Dolllar unterschiedliche strategische Gewichte für die jeweiligen Heimmärkte. Für Mandate in der Referenzwährung Franken beträgt die strategische Aktienquote für Schweizer Aktien fast 26%, für Resteuropa 6,75%. Für Mandate in Euro beläuft sich die Aufteilung auf rund 22,5% für Europa (ohne Schweiz) und auf etwa 2,5% für die Schweiz. Entsprechend wird auch die Quote für US-Titel unterschiedlich ausfallen.

Aktien USA: Weil der UBAM Neuberger Berman Fund seit einiger Zeit hinter der Vergleichsgruppe und dem Benchmark zurückblieb, wechseln wir ihn durch einen anderen Fonds aus. Die Wahl ist auf den Perkins US Strategic Value Fund gefallen. Er gehört zur Janus-Gruppe und hat in den vergangenen Jahren im Vergleich zu den Konkurrenten und zum Benchmark sehr gut abgeschnitten. Die Philosophie des Fondmanagements, zu dem nach wie vor auch Firmengründer Bob Perkins zählt, deckt sich mit unseren Vorstellungen, sich bei Anlageentscheiden von langfristigen, wertorientierten Kriterien leiten zu lassen. Der Performa US Equity Fund, der weiterhin das Hauptengagement unserer US-Allokation repräsentiert, hat seinerseits die Zusammensetzung seiner Unterfonds verändert. Er will sich damit weiterhin im Top-Feld der vergleichbaren Anbieter halten.

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

	<u>Kurs / Buchwert</u>	<u>Div. Rendite</u>
MSCI Welt Index	1,9	2,3%
DAX Index/DE	1,5	2,8%
DJ STOXX 600 Index/EU	1,6	3,1%
S & P 500 Index/USA	2,3	1,8%
SPI Index/CH	1,9	2,7%
TOPIX Index/JPN	1,0	2,0%

Asiatische Aktien: Die Positionierung in asiatischen Werten blieb im vergangenen Quartal unverändert. Gegenüber der strategischen Zielvorgabe halten wir sie unverändert übergewichtet in den Portfolios.

Nicht traditionelle Investitionen: Hier besteht momentan kein Engagement.

Unsere **Asset Allokation zusammengefasst**⁵:

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

Wir wünschen Ihnen sonnige Frühlingstage und danken für Ihr Vertrauen.

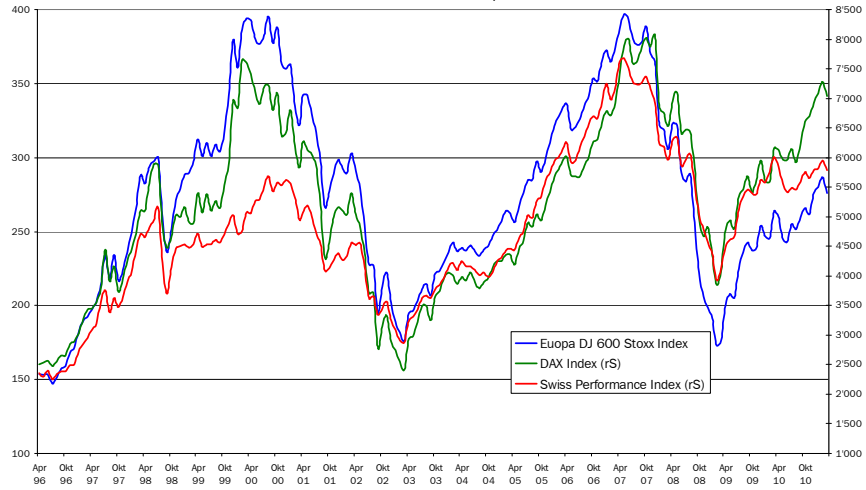
Alfred Ernst
 Vaduz/Zürich, 31. März 2011

Rechtliche Hinweise

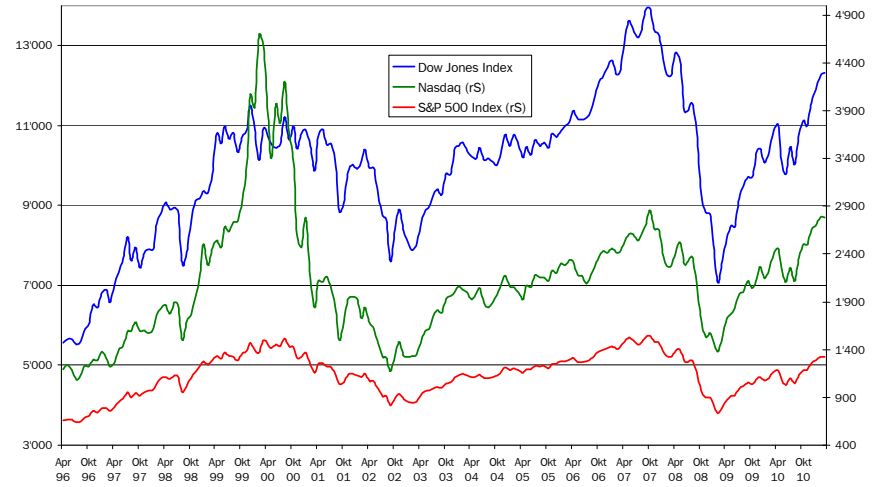
Angebotsbeschränkung: Die im Anlagebericht der Salmann Investment Management AG (nachstehend SIM) publizierten Informationen begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Der Inhalt ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Publikation bzw. den Zugang zu Informationen verbietet (aufgrund der Nationalität der betreffenden Person, ihres Wohnsitzes oder aus anderen Gründen). Die vorliegenden Informationen werden von SIM unter grösster Sorgfalt zusammengestellt. SIM übernimmt jedoch keine Gewähr für die Korrektheit, Vollständigkeit und Aktualität der Informationen. Die Informationen stellen keine Entscheidungshilfen dar. Bei Anlageentscheiden lassen Sie sich bitte von qualifizierten Personen beraten. Risiko / Warnung: Der Wert von Investitionen kann steigen oder fallen. Die künftige Performance von Investitionen kann nicht aus der vergangenen Kursentwicklung abgeleitet werden. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen zusätzlich Währungsschwankungen. Anlagen mit hoher Volatilität können hohen Kursschwankungen ausgesetzt sein. Haftungsausschluss: SIM haftet in keinem Fall (Fahrlässigkeit eingeschlossen) für Verluste oder Schäden (speziell direkte und Folgeschäden) irgendwelcher Art, die aus oder im Zusammenhang mit einem Zugriff auf diesen Bericht oder darin enthaltener Verknüpfungen entstehen könnten.

⁵ Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.

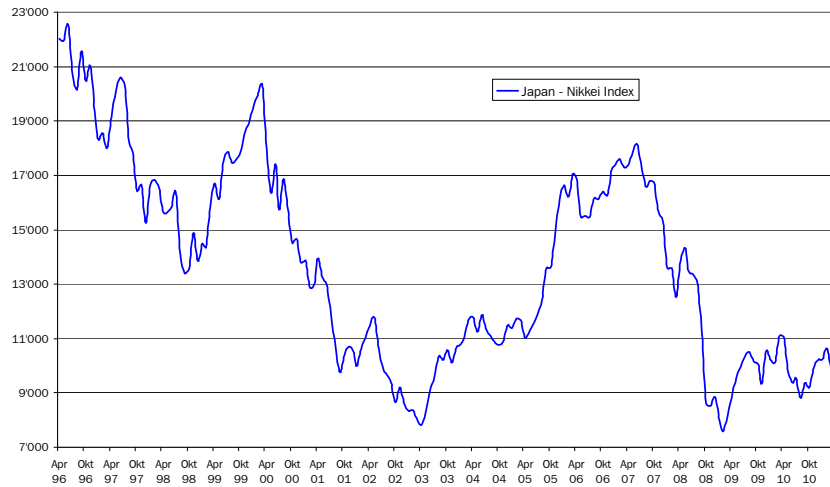
Aktienindizes Europa



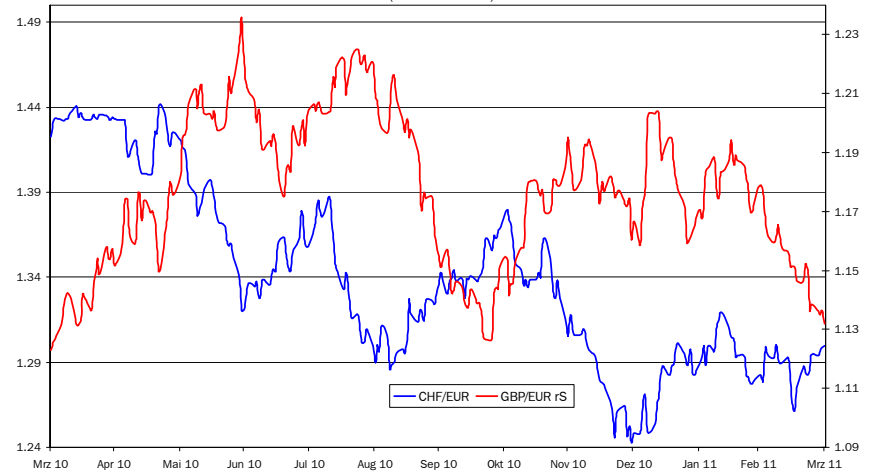
Aktienindizes USA



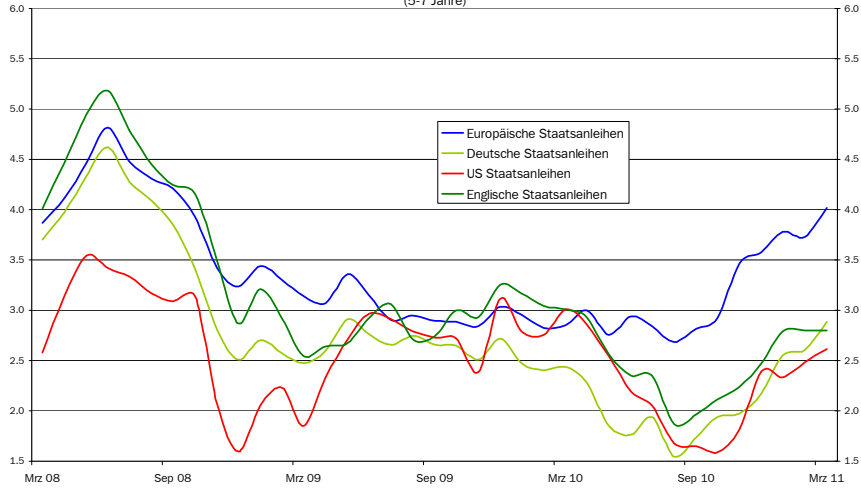
Aktien Japan



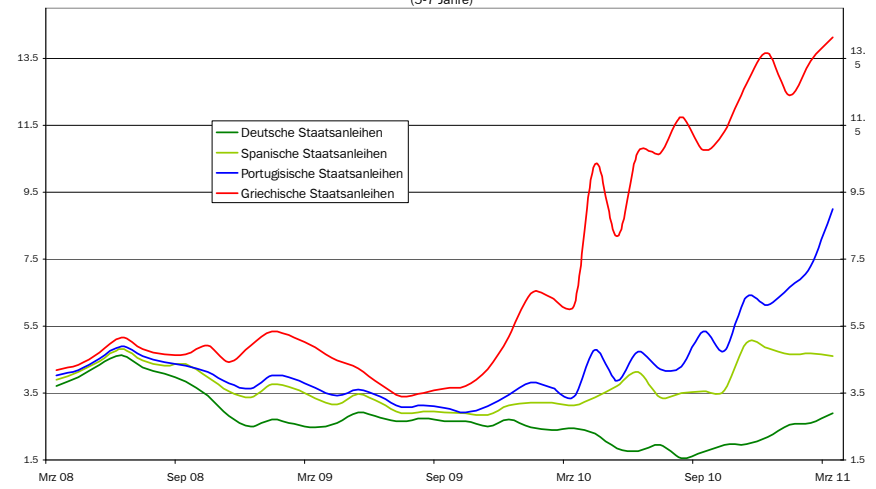
CHF/EURO und EURO/GBP Wechselkurse
 (letzte 12 Monate)



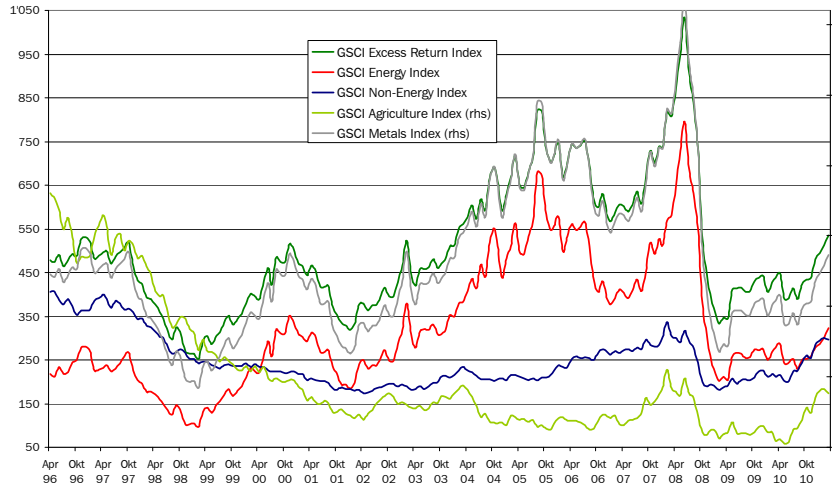
Renditen Staatsanleihen
 (5-7 Jahre)



Renditen Euroland
 (5-7 Jahre)



Rohstoff Indizes



Verbrauchervertrauen

