

Das Wechselbad zehrt an Nerven und Kursen

Griechenlanddrama, Währungsturbulenzen sowie Wachstumssorgen waren im zweiten Quartal 2011 die dominanten Themen. Dagegen ist die unmittelbare Angst vor der Inflation etwas in den Hintergrund gerückt. Zumindest in den USA sind Zinserhöhungen erneut vertagt. Während die Obligationenmärkte eine gute Phase hatten, bekam dieser Cocktail den Aktienbörsen unterschiedlich.

Vielschichtiges Konjunkturbild

Höhere Wachstumserwartungen in Deutschland und der Schweiz, tiefere in den USA und möglicherweise eine leichte Rezession in Japan – so präsentieren sich die Konjunkturprognosen zur Jahresmitte. Während die Expansionserwartungen in den etablierten Industrienationen insgesamt keine dicken Stricke zerreißen, boomen andere Länder. In China erwarten die Ökonomen 9% Wachstum in diesem und 8,7% im kommenden Jahr. Indien und Indonesien wachsen ebenfalls mit hohem Tempo von jeweils mehr als 8 bzw. 6%. Auch Südamerika ist mit Argentinien, Brasilien, Chile und Kolumbien im Feld der rasch aufblühenden Volkswirtschaften prominent vertreten.

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

	Reales BIP Wachstum		Teuerung	
	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>
Deutschland	3,2%	2,2%	2,4%	2,0%
Euroland	1,9%	1,7%	2,6%	2,0%
Grossbritannien	1,6%	2,0%	4,0%	2,6%
Japan	-0,2%	2,6%	0,2%	0,4%
Schweiz	2,4%	2,1%	1,1%	1,5%
USA	2,6%	3,0%	2,8%	2,0%

Nach oben korrigiert wurden die Inflationserwartungen. Allerdings scheint vor allem das laufende Jahr einen Schub zu bringen, während sich die Lage 2012 bereits wieder etwas beruhigen könnte. Eine kritische Anspannung erwarten die Ökonomen 2011 allerdings nur für Grossbritannien.

Für das Zinsgefüge war das vergangene Quartal Balsam. Die langfristigen Sätze in den grossen Industrieländern wiesen seit April gegen Süden. Zinserhöhungen stehen nicht mehr im Vordergrund, jedenfalls nicht in den USA, wo sie frühestens 2012 kommen könnten. In der Schweiz, wo der Konjunkturmotor erfreulich brummt, sind der Nationalbank (SNB) die Hände gebunden. Solange sich die Europäische Zentralbank (EZB) nicht bewegt, muss die Normalisierung der Zinsen auch hierzulande warten, will die SNB den kletternden Franken nicht zusätzlich befeuern.

Mit anderen Problemen kämpft China. Im Reich der Mitte hat die Teuerung im Mai mit 5,5% den höchsten Stand seit fast drei Jahren erreicht und nimmt jetzt die Schwelle von 6% ins Visier. Das könnte die Notenbank unter Umständen bald zum fünften Zinsschritt seit Oktober 2010 motivieren.

Der globalen Gemeinschaft kann dies nicht egal sein. In China sind bereits Zeichen einer leichten Verlangsamung zu erkennen, was auch die globale Konjunktur und besonders die entwickelten Volkswirtschaften bremsen würde. Diese ringen allerdings bereits mit den Sorgen in Europa (Schulden der Peripherie-Länder, Abschreibungsbedarf der Banken), den USA (hohe Arbeitslosigkeit, schwacher Immobilienmarkt) und in Japan, das sich als Zugpferd einmal mehr rar macht.

Die Energieagentur hilft schmieren

Nichtsdestotrotz erstaunt das Öffnen der strategischen Erdölreserven der Industrieländer durch die Internationale Energie Agentur (IEA). Zwar stellen die für den Juli in Aussicht gestellten zwei Millionen Fass pro Tag weniger als 2,5% des täglichen Verbrauchs dar. Dennoch hat die Massnahme Stirnrunzeln ausgelöst, umso mehr, als sie im Umfeld bereits rückläufiger Notierungen und einer sich abschwächenden Weltkonjunktur annonciert wurde.

Offiziell hiess es, man wolle den Ausfall an libyschem Öl kompensieren, zumal sich die Vereinigung der erdölexportierenden Länder (OPEC) jüngst nicht auf eine Ausweitung der Produktion habe einigen können. Es bleibt indes der Verdacht einer gezielten Stützungsmaßnahme für die Konjunktur. Wissen die IEA-Auguren mehr als der Rest der Welt? Dann wäre das Öffnen des Hahns kein gutes Zeichen. Oder wurden Sie gar von höchsten Stellen motiviert, weil vielleicht irgendwo im Gefüge ein systemrelevanter Mitspieler in Schiefelage zu geraten drohte? Die Ankündigung erwischte den Ölhandel jedenfalls auf dem falschen Fuss: Die Notierungen tauchten ab, haben sich inzwischen aber wieder weitgehend von dieser Überraschung erholt.

Franken hat überschossen

Die Wechselkurse haben die Anleger auch im zweiten Quartal in Atem gehalten. Gegen den immer härter werdenden Franken fielen der US-Dollar und der Euro zeitweise auf historische Tiefstwerte. Diese Bewegung erscheint uns mittlerweile übertrieben zu sein. Aktuell notieren beide Währungen rund zwei Standardabweichungen (die unteren grünen Linien) unterhalb ihres 20-jährigen Mittelwerts (rote Linien). Solch



grossen Abweichungen haben in der Vergangenheit immer wieder zu Gegenbewegungen geführt. Wir erwarten, dass die Baisse von Dollar und europäischer Einheitswährung auch diesmal keine Einbahnstrasse ist und sich der Franken gegenüber Greenback und Euro abschwächen wird.



Entwicklung der **Aktienmärkte seit Jahresbeginn:**

		Dez.2010	Juni 2011	Veränderung ¹
Asien ex Japan	DJ STOXX A/P	491,3	497,3	1,2%
Deutschland	DAX	6'914,2	7'376,2	6,7%
Europa	DJ STOXX 600	275,8	272,9	-1,1%
Japan	TOPIX	898,8	849,2	-5,5%
Schweiz	SPI	5'790,6	5'684,5	-1,8%
USA	S & P 500	1'257,6	1'320,6	5,0%
Welt	MSCI Weltindex	330,6	341,8	3,4%

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)	-0,8%
Invesco Asia Infrastructure (USD)	1,8%
Nomura ETF Topix (Yen)	-4,3%
Performa Asian Equities (USD)	-1,9%
Black Rock Swiss Small & Midcap Opp. (CHF)	-8,2%
Raiffeisen Futura Swiss Stocks (CHF)	-1,4%
CIIM European Stock Portfolio (EUR)	0,7%
Performa European Equities (EUR)	2,2%
Performa US Equities (USD)	3,8%
Perkins US Strategic Value (USD)	4,4%

Andere von uns eingesetzte Fonds entwickelten sich wie folgt:

BlueBay High Yield Bond Fund (EUR)	3,9%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (EUR) ³	5,1%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (CHF)	4,4%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (USD)	5,2%

Kommentar zur Asset Allokation

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

Geldmarkt: Geldmarktanlagen haben wir leicht zurückgefahren, um im Bereich variabel verzinsten Obligationen zu investieren. Vom Charakter her liegen solche Titel sehr nahe bei den Geldmarktinstrumenten. Insgesamt ist diese Allokation gegenüber der hauseigenen Benchmark übergewichtet.

Obligationen: Unternehmensanleihen hatten ein erfreuliches Quartal. Der New Capital Wealthy Nations Bond Fund und der BlueBay High Yield Bond Fund vermochten ebenfalls zu gefallen. Auf der anderen Seite sind die Anleihen der problembehafteten

² Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg.

³ Performance in allen Währungen inkl. reinvestierte Ausschüttung

Peripherieländer Portugal, Irland, Italien, Griechenland – der PIIGs - erneut unter die Räder gekommen. Übrigens könnte PIIGs bald zusätzlich mit einem grossen S geschrieben werden, welches dann für Spanien stehen würde. Dann nämlich, wenn die Situation Griechenlands nicht nachhaltig unter Kontrolle gebracht wird. Das Problem – und daher auch der nun manifestierte Wille, zu helfen - ist nämlich weniger die Grösse der hellenischen Schulden-Akropolis, als vielmehr die Ansteckungsgefahr für andere Länder.

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

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

Selbst der noch AAA-Schuldnerin USA schlägt massives Misstrauen entgegen. Nach Fitch hat auch die Rating-Agentur Standard & Poor's gedroht, Amerikas Bonität ohne weitere Vorwarnung massiv zu senken, falls Washington Anfang August fällige Papiere nicht pünktlich bedienen würde. Dies könnte passieren, wenn es das Parlament verpasst, sich auf eine Neufestlegung der Schuldenobergrenze zu einigen. In den Augen der chinesischen Agentur Dagong verfügen die Vereinigten Staaten bereits heute nur noch über ein A+. China sowie Deutschland werden im Fernen Osten mit AA+, die Schweiz mit der Höchstnote AAA benotet.

Wir halten Unternehmensanleihen nach wie vor für die bessere Anlagevariante. Dazu kommen die „wealthy nations“, also Länder, die gegenüber der Welt Nettogläubiger sind. Für die anderen bleibt der Ausblick verhangen. Wie die Schuldenberge, die ja trotz Feuer im Dach weiter wachsen, je abgetragen werden sollen, bleibt unklar.

Aktien Schweiz: Wo Direktanlagen möglich sind, kommt neuerdings unser Swiss Stock Portfolio (SSP) zum Einsatz, das aus 20 gleich gewichteten und nach Value-Kriterien ausgesuchten Schweizer Aktien besteht. Wo dies nicht möglich ist, wird diese Anlageklasse durch den Raiffeisen Futura Swiss Stocks Fund abgedeckt. Dazu kommt eine Position im Bereich kleiner und mittelgrosser Unternehmen, für die wir den Black Rock Swiss Small- & Midcap Opportunities Fund einsetzen. Allerdings litten

sowohl Direktanlagen wie Fonds im zweiten Quartal unter der Lustlosigkeit der Schweizer Börse und mussten Boden preisgeben. Die Aktien der kleinen und mittelgrossen Unternehmen gaben dabei stärker nach als die Blue Chips. Insgesamt beläuft sich das strategische Gewicht der Schweizer Aktien in einem Portfolio mit der Referenzwährung Franken auf rund 26%.

Aktien Europa: Der Anteil an europäischen Dividendenpapieren hat sich im Zuge der Neugestaltung in Richtung „home bias“ je nach Referenzwährung unterschiedlich entwickelt. In der Referenzwährung Franken ist der Anteil gesunken. Europäische Dividendenpapiere weisen indes nach wie vor eine attraktive Bewertung auf. Die Performance unseres European Stock Portfolio (ESP) vergleicht sich mit +2,52% seit Jahresbeginn vorteilhaft mit seiner Benchmark, die ein Minus von gut 1% aufweist. Seit 1992 hat das ESP im Durchschnitt jährlich ein Plus von +9,68% erwirtschaftet, verglichen mit +5,52% für den Referenzindex.

Aktien USA: Die US-Aktienbörse liegt seit Anfang Jahr gut im Rennen. Leider nagt die Dollar-Schwäche an den Resultaten der hiezulande ansässigen Investoren.

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 kein Engagement.

Unsere **Asset Allokation zusammengefasst⁴:**

Anlagekategorien

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

⁴ Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.

Gemessen an den **Kurs/Gewinnverhältnissen**⁵ der letztbekanntesten Gewinne für zwölf Monate haben sich alle Aktienmärkte ausser dem japanischen und schweizerischen seit Anfang Jahr verbilligt (grün):

	<u>Dez. 2010</u>	<u>Juni 2011</u>	<u>Veränderung</u>
MSCI Welt Index	15,6	14,2	-9%
DAX Index/DE	14,4	12,2	-15%
DJ STOXX 600 Index/EU	15,3	13,0	-15%
S & P 500 Index/USA	15,8	15,0	-5%
SPI Index/CH	14,9	15,4	+3%
TOPIX Index/JPN	16,3	16,8	+3%

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

	<u>Kurs / Buchwert</u>	<u>Div. Rendite</u>
MSCI Welt Index	1,8	2,5%
DAX Index/DE	1,5	3,3%
DJ STOXX 600 Index/EU	1,6	3,4%
S & P 500 Index/USA	2,2	1,9%
SPI Index/CH	1,9	2,2%
TOPIX Index/JPN	1,0	2,1%

Zum Schluss noch dies

„Inflation? Welche Inflation?“, ist man mit Blick auf die für die Teuerungsberechnung üblicherweise angewandten Konsumentenpreis-Indizes geneigt zu fragen. Gängiger Lesart zufolge messen diese Indizes einen mehr oder minder repräsentativen Warenkorb. Die Frage ist nur, für wen genau die Auswahl jeweils stellvertretend sein soll. Zweifel sind etwa in den USA und anderen Ländern angebracht, wo die grosse Beachtung auf der Kernrate (ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise) liegt. Diese Inflation ist also primär für Menschen interessant, die weder essen noch Auto fahren, was - zumindest beim ersten Punkt - doch eher eine verschwindende Minderheit sein dürfte. Natürlich gibt es auch Inflationsbetrachtungen, die sich an andere „Randgruppen“ richten. Dort scheint die Geldentwertung zum Teil nachgerade zu galoppieren.

⁵ Quelle: Bloomberg

Zwei (subjektiv ausgewählte) Beispiele: Die Märkte für Kunst sowie Luxusimmobilien. Beim Überfliegen von Kunstmarktberichten sticht einem die oft frappante Differenz zwischen dem Schätzpreis und dem an einer Auktion tatsächlich realisierten Preis ins Auge – nicht selten das Doppelte und mehr. Einen Grosse Erfolg gibt es ferner von der Art 42 Basel zu melden, und dies nicht nur wegen des neuen Besucherrekords von mehr als 65'000 Gästen. Laut den von Medien zitierten Beobachtern und Händlern hätten Volumen und Preise wieder den Stand von 2008 erreicht. Ebenfalls Vorkrisenniveau erklommen oder übertroffen haben die Preise für Luxusimmobilien in der Londoner Innenstadt. Ein vom Makler Knight Frank kalkulierter Index liegt nun 2% über dem im März 2008 registrierten Hoch, berichtete die „Neue Zürcher Zeitung“. In den vergangenen zwölf Monaten sei das Preisniveau um gut 8% geklettert. Von Krise offensichtlich weit und breit keine Spur, von Inflation dagegen schon.

Wir wünschen Ihnen schöne, erholsame Sommertage und danken für Ihr Vertrauen.

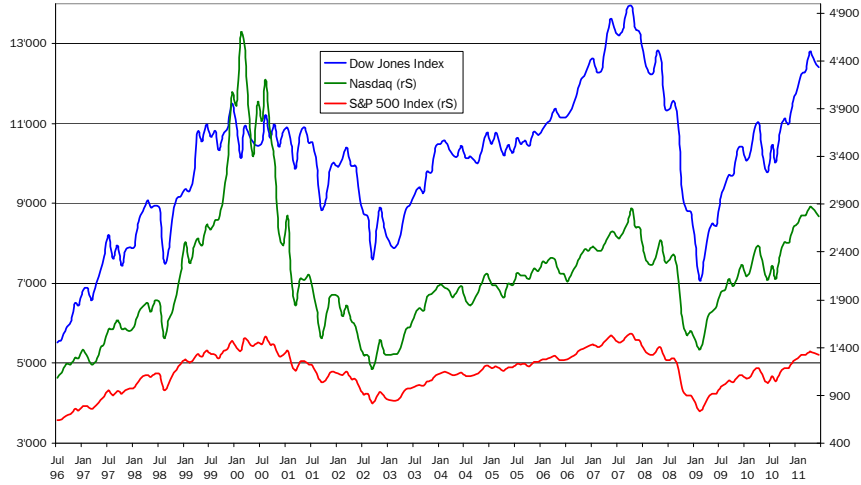
Alfred Ernst

Vaduz/Zürich, 30. Juni 2011

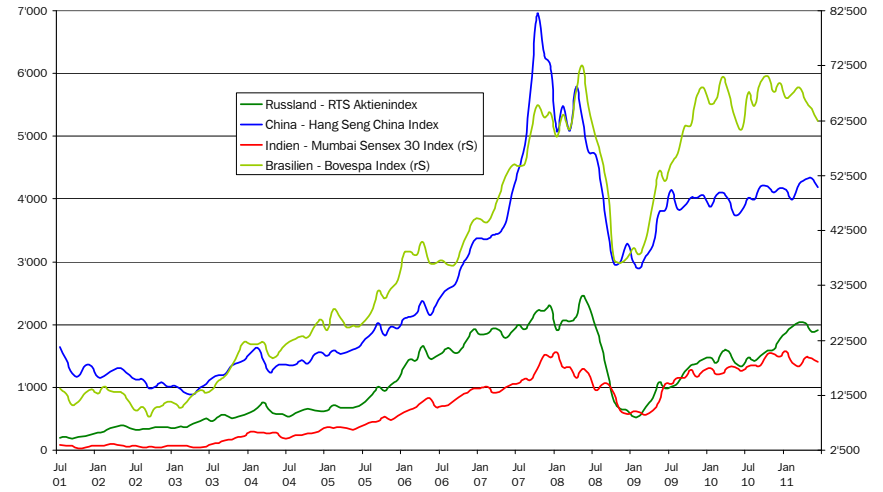
Rechtliche Hinweise

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.

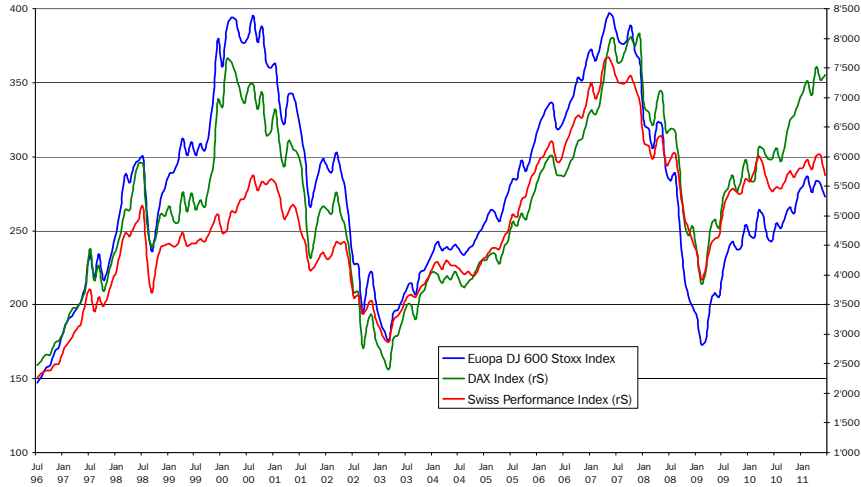
Aktienindizes USA



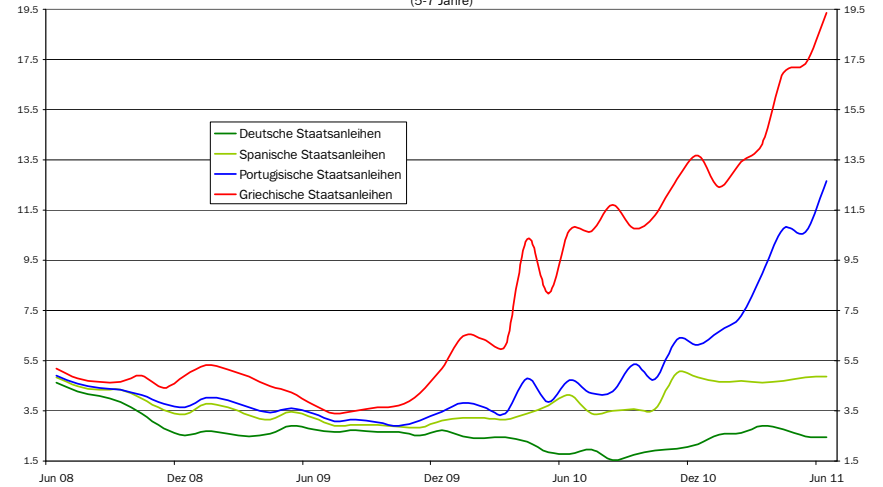
Aktienindizes BRIC



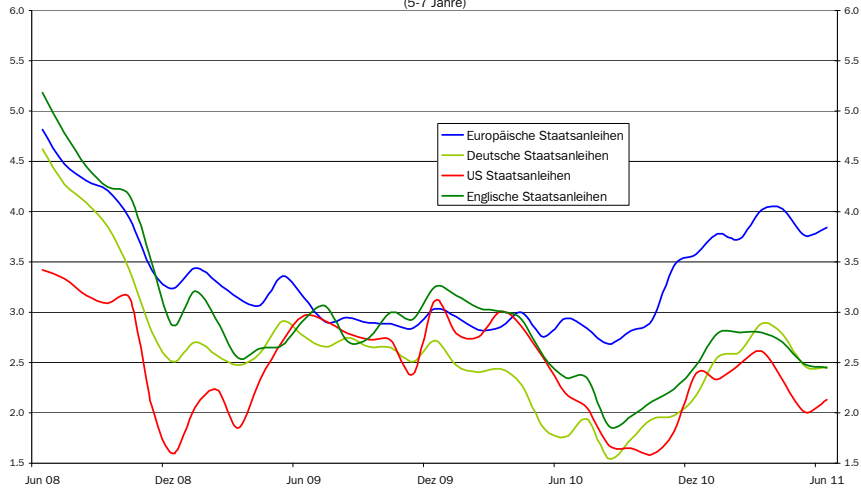
Aktienindizes Europa



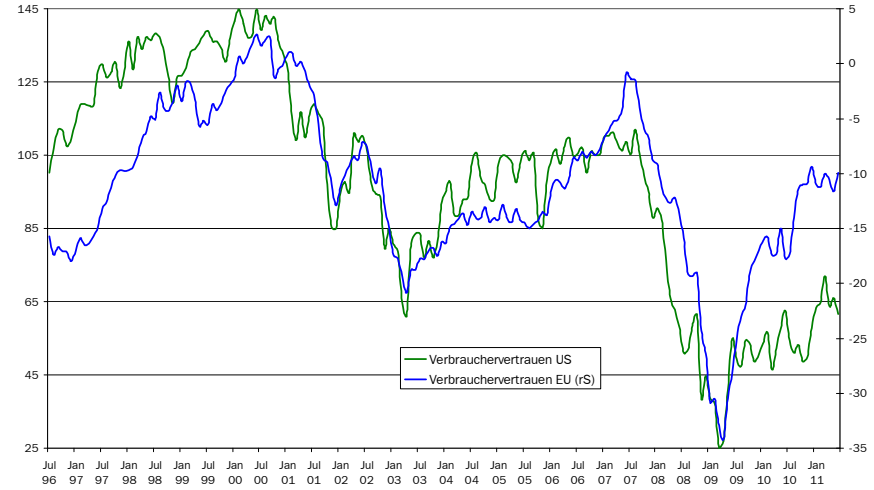
Renditen Euroland
(5-7 Jahre)



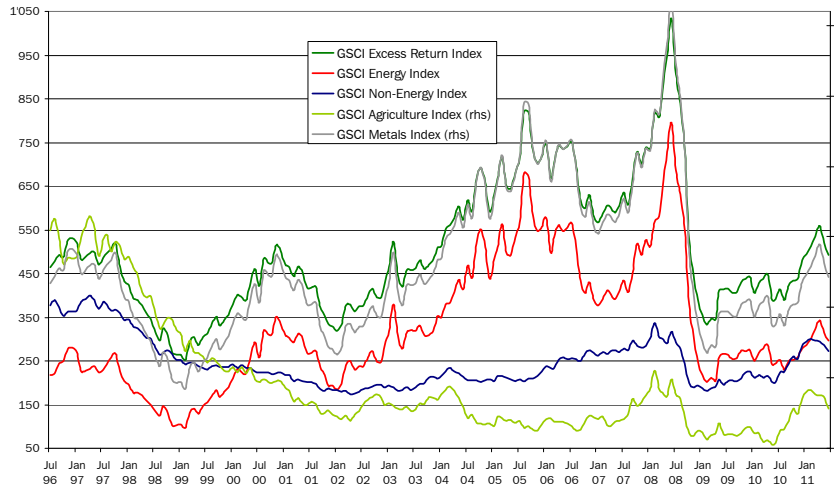
Renditen Staatsanleihen
(5-7 Jahre)



Verbrauchervertrauen



Rohstoff Indizes



Öl & Kupferpreise

