

Nach Vertrauen drängt, am Vertrauen hängt doch alles¹

Kehraus steht laut der freien Enzyklopädie „Wikipedia“ für einen fasnächtlichen Tanzanlass am Ende des närrischen Treibens wie auch generell (wenngleich veraltet) für das Aufräumen oder Beenden. Punkto Kalender ist der Fasnachtshöhepunkt im Moment zwar soweit weg, wie er nur weg sein kann. Närrisches Treiben war in den vergangenen Wochen an den Finanzmärkten indes überall genügend zu beobachten.

Auch im übertragenen Sprachgebrauch übten sich Anlegerinnen und Anleger im Kehraus, indem sie Aktien-, und gegen Ende September auch Edel- und Buntmetallbestände, mit dem grossen Besen aus ihren Depots herauskehrten, als müssten sie sämtliche Engagements in risikobehafteten Anlagekategorien so rasch als möglich beenden. Selbstredend ist der Risikoappetit globaler Investoren gemäss der Credit Suisse auf den niedrigsten Stand seit 1981 getaucht.

Stimmung schlechter als Lage

Dieser grosse und breite Einbruch, dem sich nur die Anleihen untadeliger Staaten und hochklassiger Unternehmen entziehen konnten, wies zuletzt alle Merkmale einer ausgewachsenen Panik auf. Tagesschwankungen von Aktienindizes (nicht nur von einzelnen Aktien!) von fünf oder mehr Prozent auf beide Seiten liessen die Volatilitätsmeter auf kaum je gesehene Höchstwerte schnellen. Im schweizerischen SMI beispielsweise mass man rollende Fünf-Tage-Schwankungen, wie sie in all den anderen Krisen der vergangenen 20 Jahre nicht registriert wurden, und da waren doch auch schon ziemlich einschneidende Ereignisse dabei.

Die Gründe für die negative Kursentwicklung liegen auf der Hand: Das nicht enden wollende griechische Schulden- und Haushalts-Drama, das mittlerweile auch einen bedrohlichen italienischen, spanischen und portugiesischen Akt enthält, lastet schwer auf der Stimmung. Die anhaltende Schockstarre in der amerikanischen und der japanischen Wirtschaft fungiert ebenfalls immer stärker als Miesmacher. Im Sog der vielfältigen Probleme haben sich die zuvor noch halbwegs lauwarmen Wachstumserwartungen in den entwickelten Industrienationen auf Gefrierfachtemperatur abgekühlt, was langsam auch auf die Schwellenländer negativ abfärbt. Zumindest ist das die Interpretation der Börsen. Allerdings kann man sich des Eindrucks nicht erwehren, die Stimmung sei dort noch schlechter als die effektive Lage.

¹ Frei nach Goethes Faust „Nach Golde drängt, am Golde hängt doch alles“.

In der Schweiz war die Franken-Stärke das dominierende Thema. Zeitweise notierte der Euro zum Franken auf der Parität, der US-Dollar war für gut 70 Rappen zu haben. Nur kurze Zeit später sorgte die Schweizerische Nationalbank mit der Ankündigung, eine Grenze von 1.20 Franken zum Euro uneingeschränkt zu verteidigen, für eine scharfe Korrektur. Dass die europäische Währung diese Linie seither nicht mehr unterschritten hat, beziehungsweise sogar leicht darüber notiert, illustriert den Respekt der Märkte vor dieser Massnahme. Drei Fragen bleiben allerdings offen. Erstens: Kann die kleine Schweiz die grosse globale Flucht in den Franken tatsächlich neutralisieren, wenn sich die Euro-Probleme weiter verschärfen? Zweitens: Folgt dieser Abwehrreaktion in ein paar Jahren nicht eine ebenso schädliche Inflationswelle? Und drittens: Wie wird sich die Nationalbank, die jetzt nebst reiner Geldpolitik auch aktiv Wechselkurspolitik betreibt, aus dieser Rolle dereinst wieder verabschieden?

Politik verliert Vertrauen

Apropos Politik: Auf dem internationalen Parkett war die Politik nicht in der Lage, die Märkte zu beruhigen. Der Hickhack im amerikanischen Kongress um die Schuldenobergrenze, das Tauziehen in Europa um die Sanierungsfragen sowie wenig überzeugende Vorstösse wie etwa selektive Verbote von Leerverkäufen, neue Finanztransaktionssteuern oder das Hebeln des europäischen Rettungsschirms waren nicht dazu angetan, Vertrauen zu bilden. Im Gegenteil: Was alles aus den verschiedenen Lagern verlautete, liess und lässt befürchten, die Politik sei am Ende ihres Lateins angelangt, der Medizinschrank leer.

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

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

Konjunkturprognosen heruntergeschraubt

Die Wachstumserwartungen für das laufende und das folgende Jahr haben sich im dritten Quartal durchwegs und zum Teil deutlich abgeschwächt. Die erhoffte Wirtschaftserholung verkommt mittlerweile zu einer ätzend lahmen Angelegenheit. Vor allem aber, und eben das macht den Finanzmärkten zurzeit so zu schaffen, verläuft die Erholung nach der letzten Rezession viel langsamer als in frühere Zyklen. In den USA zum Beispiel belief sich das indexierte Bruttoinlandprodukt (BIP) im Durchschnitt viereinhalb Quartale nach Rezessionsbeginn wieder auf dem Vorrezessionsniveau. In der gegenwärtigen Flaute war aber nicht nur der Einbruch viel stärker als früher, auch die Erholung geht wesentlich langsamer voran. Selbst jetzt, zwölf Quartale nach Rezessionsbeginn, ist das 2007 markierte BIP noch immer nicht erreicht.

Entwicklung der **Aktienmärkte seit Jahresbeginn:**

		<u>Dez.2010</u>	<u>Sept. 2011</u>	<u>Veränderung²</u>
Asien ex Japan	DJ STOXX A/P	491,3	394,3	-19,8%
Deutschland	DAX	6'914,2	5'502,0	-20,4%
Europa	DJ STOXX 600	275,8	226,2	-18,0%
Japan	TOPIX	898,8	761,2	-15,3%
Schweiz	SPI	5'790,6	5'006,5	-13,5%
USA	S & P 500	1'257,6	1'131,4	-10,0%
Welt	MSCI Weltindex	330,6	280,6	-15,1%

Aktien ausgesprochen billig

Die Aktienmärkte haben ein fürchterliches Quartal hinter sich. Die Mitte Jahr noch hier und dort hoffnungsvollen grünen Performancewerte haben in den letzten drei Monaten überall massiv in den roten Farbbereich gedreht. Dabei sind Aktien fundamental betrachtet günstig bewertet, wie beispielsweise die Kurs-/Gewinnverhältnisse von 10 bis 16 oder die Dividendenrenditen in der Spanne zwischen 2,3 und 4,4 Prozent belegen. Relativ zu festverzinslichen Papieren präsentieren sich Aktien sogar als ausgesprochen billig.

² 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 erzielt³:

Aberdeen Asia Pacific (USD)	-17,1%
Invesco Asia Infrastructure (USD)	-21,0%
Nomura ETF Topix (Yen)	-15,4%
Performa Asian Equities (USD)	-22,3%
Black Rock Swiss Small & Midcap Opp. (CHF)	-22,8%
Raiffeisen Futura Swiss Stocks (CHF)	-17,6%
CIIM European Stock Portfolio (EUR)	-12,4%
Performa European Equities (EUR)	-19,2%
Performa US Equities (USD)	-15,8%
Perkins US Strategic Value (USD)	-12,7%

Andere von uns eingesetzte Fonds entwickelten sich wie folgt:

BlueBay High Yield Bond Fund (EUR)	-6,3%
Lyxor ETF Euro Corp. Bond Fund (EUR)	1,0%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (EUR) ⁴	0,8%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (CHF)	-0,3%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (USD)	0,7%
Pictet CH-CHF Bond Fund	4,1%

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: Gegenüber unserer Standardvorgabe sind wir zurzeit im Geldmarkt übergewichtet. Dies hat auch damit zu tun, dass wir fällige Obligationen im Moment nicht 1:1 erneuern, sondern zum Teil im Geldmarkt parkieren. Die Positionen dienen uns selektiv dazu, Schwächeanfänge bei Aktien für Zukäufe zu nutzen (siehe dazu die folgenden Rubriken).

³ Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg.

⁴ Performance in allen Währungen inkl. reinvestierte Ausschüttung

Obligationen: Da soll noch einer die Welt verstehen: Die Vereinigten Staaten verlieren ihr Top-Kreditrating von Standard & Poor's (was niemanden wirklich erstaunen konnte) und postwendend geht der Run auf amerikanische Staatstitel und der daraus resultierende Rückgang der Renditen weiter (was ziemlich erstaunlich ist). Wenigstens funktionierten die Obligationenmärkte in der alten Welt lehrbuchmässig. Hier führten nämlich negative Nachrichten aus Griechenland, Italien und Portugal zu fallenden Obligationenkursen und folglich steigenden Verfallrenditen dieser Papiere.

Im Bereich der Unternehmensobligationen, in denen wir hauptsächlich investiert sind, haben die Titel guter Schuldner heute ein Verzinsungsniveau erreicht, dass vor weiteren Käufen abschreckt. Daher lassen wir vorderhand Rückzahlungen in den Geldmarkt fliessen, statt sie in Obligationen zu reinvestieren. Die Spezialposition High-Yield-Obligationen erfuhr im Zuge des weltweiten Rückgangs des Risikoappetits einen herben Rückschlag. Die Titel besonders vermögender Länder (umgesetzt mit dem Wealthy Nations Bond Fond) mussten der schlechten Marktstimmung ebenfalls Tribut zollen.

Seit Jahresbeginn haben sich die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** teilweise massiv ermässigt:

	<u>Dez.2010</u>	<u>Sept. 2011</u>
Schweiz	1,7%	0,9%
Europa	3,0%	1,9%
Grossbritannien	3,4%	2,6%
USA	3,3%	2,2%
Japan	1,1%	1,0%

Aktien Schweiz: Ende August haben wir beschlossen, für Mandate in der Referenzwährung Franken einen allfälligen weiteren Rückgang der Aktienkurse für die Aufstockung der Aktienpositionen in der Schweiz um fünf Prozentpunkte zu nutzen. Zu diesem Zweck wurden Kauflimiten gelegt, die bis Ende Quartal indes nicht erreicht wurden. Das in diesem Jahr neu lancierte Direktanlage-Portefeuille Swiss Stock Portfolio erwischte leider keinen Start nach Mass (-17,6 Prozent seit Beginn vs. -13,5 Prozent im SPI Total Return Index). Wir sind indes überzeugt, dass sich der hier praktizierte Value-Ansatz langfristig auch bei den Schweizer Valoren positiv niederschlagen wird.

Aktien Europa: Analog zum Vorgehen bei den Schweizer Aktien haben wir für Mandate in der Referenzwährung Euro Kauflimiten für europäische Qualitätstitel gelegt. Vier Fünftel dieser Limiten wurden erreicht, sodass die Aktienquote in Europa schrittweise und selektiv um rund vier Prozentpunkte aufgestockt wurde. Unser Direktanlage-Portefeuille European Stock Portfolio liegt mit dem seit Jahresbeginn registrierten Minus von 15,5 Prozent leicht über der Benchmark (DJ Stoxx 600 Total Return Index, -15,8 Prozent).

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

	<u>Dez. 2010</u>	<u>Sept. 2011</u>	<u>Veränderung</u>
MSCI Welt Index	15,6	11,6	-25%
DAX Index/DE	14,4	9,8	-32%
DJ STOXX 600 Index/EU	15,3	10,5	-31%
S & P 500 Index/USA	15,8	12,4	-22%
SPI Index/CH	14,9	13,6	-9%
TOPIX Index/JPN	16,3	16,2	-1%

Aktien USA: Mit einem Minus von 10 Prozent sieht der US-Aktienmarkt relativ zu anderen Plätzen im Jahresverlauf nicht so schlecht aus. Da jüngst auch der US-Dollar gegenüber dem Franken wieder stärker geworden ist, präsentiert sich dieses Segment weniger garstig als andere Plätze. US-Unternehmen ausserhalb der Finanzbranche haben ihre Hausaufgaben gemacht und strotzen vor Stärke. In den Bilanzen halten sie relativ zu ihren Bilanzsummen mit 5,5 Prozent Anteil soviel Liquidität wie seit den 1950-er-Jahren nicht mehr. Wir sind in US-Aktien neutral gewichtet.

Asiatische Aktien: Asiatische Aktien erlitten im vergangenen Quartal einen herben Rückschlag, da sich die Investoren zunehmend um die Exporte dieser Weltgegend Sorgen machten. Wir sind in Asien unverändert übergewichtet, da wir vom langfristigen Wachstumspotenzial dieser zunehmend wichtigen Region überzeugt sind.

Nicht traditionelle Investitionen: Hier besteht kein Engagement.

⁵ Quelle: Bloomberg

Unsere **Asset Allokation zusammengefasst**⁶:

Anlagekategorien

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

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

	<u>Kurs / Buchwert</u>	<u>Div. Rendite</u>
MSCI Welt Index	1,5	3,0%
DAX Index/DE	1,2	4,4%
DJ STOXX 600 Index/EU	1,3	4,2%
S & P 500 Index/USA	1,8	2,3%
SPI Index/CH	1,7	2,5%
TOPIX Index/JPN	0,9	2,4%

Zum Schluss noch dies

Die lebende Anlegerlegende Warren Buffett – auch als Orakel von Omaha bekannt - ist offenbar „bullish“ oder möchte zumindest ein positives Zeichen setzen. Dies lässt jedenfalls die Ankündigung vermuten, seine Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway (BH) wolle an der Börse eigene Aktien zurückkaufen. Die Rückkaufsaktion ist an zwei Bedingungen geknüpft. Erstes dürfen die flüssigen Mittel des Unternehmens dadurch nicht unter 20 Milliarden Dollar fallen (BH besass Ende Juni deren 48 Milliarden und hat seither etwa 15 Milliarden für andere Akquisitionen ausgegeben). Zweitens sollen die Käufe bis zu einem Kurs vorgenommen werden, der maximal 110% des Buchwerts der Aktien entspricht. Das zweite Kaufkriterium wurde unmittel-

bar nach der Ankündigung durch ein Kursrally der Berkshire Hathaway-Aktien beinahe schon ausser Kraft gesetzt, so dass der Grossteil des Geldes wohl unangetastet in der Kasse der Gesellschaft bleiben wird, wenn die Titel nicht wieder fallen.

Was lernen wir daraus? Wenn Vertrauen da ist, genügt oft ein einziges Wort, um eine Besserung herbeizuführen. Wenn das Vertrauen aber fehlt, reichen weder Wörterbuch noch Checkheft zur Gesundung.

Wir wünschen Ihnen viele goldene Herbsttage und danken für Ihr Vertrauen.

Alfred Ernst

Vaduz/Zürich, 30. September 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.

⁶ Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.



