

Die Finanz- mutiert zur Staatenkrise

Es ist erst gut ein Jahr her, seit sich zahlreiche Industrie- und Schwellenländer gegenseitig mit Konjunkturankurbelungspaketen fast zu überbieten versuchten. Zwölf Monate später ist eine Rechnung eingetroffen, und sie ist weitaus gesalzener ausgefallen, als sich das die meisten Auguren vorgestellt hatten. „Volle Kraft zurück!“ heisst mittlerweile der Befehl, der angesichts des nun aus dem Nebel aufgetauchten Eisbergs namens „Staatsverschuldung“ von den politischen Kommandobrücken erschallt. Die Parallelen mit der Titanic lassen sich noch weiter ziehen. Auch damals wusste die Besatzung, dass der Superdampfer mit Volldampf durch ein Gebiet mit Eisbergen steuerte. Dass ein solches Verhalten auch eine lebensbedrohliche Konstellation heraufbeschwören könnte, wurde offenbar damals wie heute ausgeblendet.

Vom Ankurbelungs- zum Sparpaket in nur 12 Monaten

Weil diese Vollbremsung nun just am Ende einer der schärfsten Rezessionen der letzten Jahrzehnte und viel früher als erwartet vollzogen wird, zeigen sich die Finanzmärkte im zweiten Quartal 2010 gründlich verschnupft. Darüber hinaus lastet auf den Notierungen die Uneinigkeit der Regierungen über das weitere Vorgehen in wichtigen Fragen, beispielsweise zum Stichwort Besteuerung des Finanzsektors oder Welthandel. In beiden Punkten scheinen die Liberalisierungstendenzen vieler Jahre endgültig geknickt zu sein.

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

	Reales BIP Wachstum		Teuerung	
	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>
Deutschland	1,7	1,6	1,0	1,3
Euroland	1,1	1,3	1,4	1,5
Grossbritannien	1,3	2,1	3,0	2,0
Japan	2,7	1,7	-1,0	-0,2
Schweiz	1,9	1,9	1,1	1,1
USA	3,3	3,0	1,9	1,8

Wenn dann noch versucht wird, auf höchster politischer Ebene sich gegenseitig den schwarzen Peter zuzuschieben, und wenn ein Staatschef den anderen darüber behel-

ren will, er oder sie solle doch die Bevölkerung zu mehr Konsum oder zu diesem oder jenem Verhalten animieren, grenzt das schon fast an Naivität. Konsum entsteht durch Wohlstand, der wiederum aus Prosperität und Vertrauen in Wirtschaft und Politik des jeweiligen Heimatlandes erwächst. Handelshemmnisse und höhere Steuern sind kaum dazu angetan, diesen Zustand herbeizuführen. Fehlt indes das Vertrauen, lässt sich Konsum auch von der Obrigkeit nicht verordnen.

Wenigstens in einem Punkt erzielten die Teilnehmerinnen und Teilnehmer an den unlängst abgehaltenen Gipfeln der G-8 beziehungsweise der G-20 in Toronto eine Einigung: Über den Fahrplan des Defizitabbaus in den Staatskassen. Die Industrienationen sollen bis 2013 das Manko halbieren und ab 2016 ihre Verschuldungsquoten senken. Inwieweit diesen Lippenbekenntnissen wirkungsvolle Taten folgen werden, muss sich indes erst noch zeigen. Erstens gelten die Massnahmen nur für die Industrieländer. Zweitens sind sie nicht einmal bindend. Drittens – und besonders wichtig – die Wähler und Wählerinnen zeigen bisher wenig Bereitschaft, mitzumachen, wie etwa die immer wieder stattfindenden Streiks in Griechenland zeigen.

Euro down, aber nicht out

Sind solche Umstände dazu angetan, die Aktienmärkte oder den Euro zu heben? Natürlich nicht! Das vergangene Quartal lag denn auch ganz im Zeichen der europäischen Schuldenkrise. In deren Verlauf geriet die Einheitswährung gehörig unter Druck. Vor allem gegenüber dem Franken lotete der Euro neue Tiefen aus.

Die Währungsgemeinschaft wird nun vermehrt in Frage gestellt. In dem anlässlich unseres 25-Jahre-Jubiläums gehaltenen Referats ging der bekannte Publizist Dr. h.c. Beat Kappeler ausführlich auf die Euro-Problematik ein. „Die Probleme des Euro-raums rühren aus seiner falschen Konstruktion her. Es ist eine Währung ohne Staat, eine Kopfgeburt“, meinte er und nannte als eine der möglichen Lösungen sogar Austritte einiger Staaten aus der Währungsunion. „Der wahre Charakter Europas, nämlich die Vielfalt und der Wettbewerb der Lösungen nach nationalen Mustern, ist in der EFTA, nicht in der Harmonisierungswalze und Vergemeinschaftung der EU verkörpert“, betonte Kappeler. Die Schweiz aber sei dank ihrer weltweiten Ausrichtung, dank dem Freihandelsabkommen der EFTA, dank der Mitgliedschaft in der WTO sowie dank ihrer nüchternen und sachlichen Vorgehensweise für die Zukunft gut positioniert.

Den genauen Wortlaut seiner Ausführungen finden Sie auf unserer homepage unter www.salmann.com in der Rubrik „News/Archiv News“ unter dem Titel „Der Euro – ein

Unheil ohne Heil“. Wieweit die Einheitswährung in der Zwischenzeit aber nicht schon nach unten übertrieben hat, bleibt dahingestellt. Weil deren Niedergang mittlerweile fast allen Beobachtern als ausgemachte Sache erscheint, würde eine überraschende Erholung nicht erstaunen. Gemessen an der Kaufkraft erscheint der Euro momentan unterbewertet. Die Finanzmärkte waren noch nie Einbahnstrassen.

Seit Jahresbeginn haben sich die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** deutlich reduziert:

	<u>Dez. 2009</u>	<u>Juni 2010</u>
USA	3,8%	2,9%
Europa	3,4%	2,6%
Schweiz	1,9%	1,5%
Grossbritannien	4,0%	3,4%
Japan	1,3%	1,1%

An den Börsen war Schmalhans Küchenmeister. Während die Anleihen der sogenannten PIIGS-Staaten nur zu beträchtlichen Renditeaufschlägen gegenüber Kern-Europa Käufer fanden, genossen die Papiere von Unternehmen guter Qualität und die Schuldverschreibungen solider Staaten unverändert Zulauf. Ein sicherer Hafen war für viele im zweiten Quartal einmal mehr das Mass aller Dinge. Entsprechend glitten die Renditen für Staatsanleihen von qualitativ guten Nationen spürbar zurück.

Gegenüber Ende 2009 stehen diese nun zwischen 15% (Grossbritannien, Japan) und 21 bis 24% (Schweiz, Euroraum, USA) tiefer. In den Peripherieländern muss die öffentliche Hand dagegen bedeutend tiefer in die Tasche greifen als in dem als solide eingestuften Mittel- und Nordeuropa. In Griechenland stehen die Renditen zehnjähriger Staatspapiere bei über 10% und damit in einem noch nie gesehenen Abstand zu Kern-Europa.

Parallel dazu sind die Preise für Absicherungsgeschäfte gegen den Ausfall griechischer Staatsanleihen (Credit Default Swaps) trotz EU- und IWF-Rettungsring im Umfang von 750 Milliarden Euro in die Höhe geschossen. Der Markt hegt unverändert Zweifel an der Fähigkeit Griechenlands, seine Schulden dereinst zurückzuzahlen. Mit

Werten von 45 und 47 schafften es Deutschland und die Schweiz am Stichtag nicht unter die besten fünf.

Credit Default Swaps (CDS) für fünfjährige Staatsobligationen per 30. Juni 2010¹:

Tiefe Absicherungsprämien, vom Markt als sicher betrachtet:

Norwegen	25
Finnland	35
USA	38
Dänemark	40
Schweden	42

Hohe Absicherungsprämien, vom Markt als unsicher betrachtet:

Venezuela	1335
Argentinien	970
Griechenland	909
Ukraine	629
Dubai	497

Börsenstimmung schlechter als die effektive Lage

Mit Blick auf die Aktien kann man sich des Eindrucks nicht erwehren, die Stimmung sei schlechter als die effektive Lage. Die meisten Aktienmärkte haben im Dreimonatszeitraum von April bis Juni deutlich korrigiert und notieren nun gegenüber dem Jahresanfang mit Ausnahme Deutschlands im Minus. Die Konjunkturdaten umfassen derweil das ganze Spektrum zwischen „enttäuschend“ (Beispiel US-Immobilien- und Arbeitsmarkt) über „gar nicht so schlecht“ (Beispiel Index europäischer Einkaufsmanager) bis hin zu „boomend“ (ifo-Geschäftsklimaindex in Deutschland). Während der Einkaufsmanager-Index trotz leichter Abschwächung zuletzt in etwa auf dem Niveau liegt, das 2005 und 2007 galt, befindet sich der deutsche ifo-Geschäftsklimaindex im Bereich „Boom“. Lesungen in diesem Quadranten kommen dann zustande, wenn

¹ Quelle: Credit Suisse Research, Technical International Chart Pack

die Befragten sowohl für die aktuelle Einschätzung wie auch für die Erwartung das Prädikat „Aufschwung“ zu Protokoll geben.

Entwicklung der **Aktienmärkte seit Jahresbeginn:**

		<u>Dez.2009</u>	<u>Juni 2010</u>	<u>Veränderung²</u>
Asien ex Japan	DJ STOXX A/P	436,7	385,7	-11,7%
Deutschland	DAX	5'957,4	5'965,5	0,1%
Europa	DJ STOXX 600	253,9	243,3	-4,2%
Japan	TOPIX	907,6	841,4	-7,3%
Schweiz	SPI	5'626,4	5'407,8	-3,9%
USA	S & P 500	1'115,1	1'030,7	-7,6%
Welt	MSCI Weltindex	299,4	268,3	-10,4%

Die **von uns eingesetzten Aktienfonds** haben im bisherigen Jahresverlauf die folgenden Renditen erzielt³:

Aberdeen Asia Pacific (USD)	1,1%
Invesco Asia Infrastructure (USD)	-7,7%
Nomura ETF Toppix (Yen)	-6,3%
Performa Fund - Asian Equities (USD)	-7,6%
CIIM European Stock Portfolio (EUR)	3,3%
Performa Fund - European Equities (EUR)	-3,4%
Neuberger Berman US Equity Value (USD)	-11,3%
Performa Fund - US Equities (USD)	-6,6%

Andere von uns eingesetzte Fonds entwickelten sich wie folgt:

BlueBay High Yield Bond Fd. (EUR)	3,8%
-----------------------------------	-------------

Kommentar zur Asset Allokation / Anlageausblick

An den Sitzungen des Anlagekomitees haben wir die folgenden Veränderungen der Asset Allokation des ausgewogenen Portfolios mittlerer Risikostufe ohne kundenseitige Einschränkungen beschlossen:

Geldmarkt: Durch die Reduktion der Europa-Aktienquote (siehe „Aktien Europa“) hat sich der Geldmarktanteil erhöht. Die Zielgrösse beträgt neu rund 11,5%, verglichen mit zuvor 8%. Geldmarktanlagen dienen als Parkmöglichkeit bzw. als taktische Reserven. Die Renditen sind infolge der unverändert lockeren Notenbankpolitik in sämtlichen Kernwährungen nach wie vor verschwindend gering..

Obligationen: Wir stufen den Kauf von Staatspapieren in Ländern von einwandfreier Bonität nach wie vor als unattraktiv ein. Dagegen konzentrieren wir uns primär auf Unternehmensobligationen im mittleren und oberen Qualitätssegment sowie eine Beimischung von High-Yield-Bonds. Die Zielgrösse für die gesamte Obligationenquote eines ausgewogenen Portfolios liegt gegenüber dem letzten Anlagebericht unverändert bei rund 37%.

Aktien USA: Mit einem Kurs- / Gewinnverhältnis von rund 15 aufgrund erzielter Gewinne beziehungsweise 12,6 auf geschätzter Basis sind US-Aktien günstig bewertet. Wir haben an der Allokation im vergangenen Quartal keine Veränderung vorgenommen.

Aktien Europa: Ende Mai haben wir den Europa-Aktienanteil um 3,5 Prozentpunkte reduziert. Die Gründe dafür waren einerseits die sich abzeichnende Abschwächung der zuvor beobachteten Erholungstendenzen in der Wirtschaft und an der Börse. Andererseits war aber der Europanteil dank der in den Monaten davor verzeichneten Kursgewinne über die in unserer Strategie definierte Quote geklettert. Momentan beläuft sich der Anteil an europäischen Dividendenwerten im „Musterdepot“ auf rund 21%.

Trotz der Ende Juni wieder aufgeflackerten Sorgen an den Börsen sollte nicht vergessen werden, dass europäische Aktien fundamental gesehen günstig bewertet sind. Sollte die Wirtschaft nicht in eine zweite Rezession abrutschen, was wir momentan nicht erwarten, dürfte das gegenwärtige Dividendenniveau mehr oder weniger stabil bleiben. Darauf basierend resultiert eine aktuelle Dividendenrendite im Index von 3,5%. Damit bekommen die Anlegerinnen und Anleger nicht nur 90 Basispunkte mehr laufenden Ertrag als mit zehnjährigen Staatsobligationen sondern auch die

² Indexentwicklung in lokaler Währung. Ausnahmen DJ STOXX Asia/Pacific ex Japan und Welt in USD.

³ Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg.

Chance auf höhere Dividenden in der Zukunft. Nicht zuletzt der schwache Euro verhilft den Europäern zu einem beachtlichen Wettbewerbsvorteil auf den Exportmärkten.

Asiatische Aktien: Asien bleibt langfristig eine der aussichtsreichsten Weltregionen für Aktieninvestoren. Das Heranwachsen einer kaufkräftigen Mittelschicht sorgt für Wachstumsraten, von denen der Westen nur träumen kann. Natürlich profitieren davon auch global tätige Unternehmen aus dem Westen. Lokale Firmen geniessen aber den Vorteil, dass sie das Wachstum direkter spüren als die anderen, wo die Ergebnisse stets von grossen Umsatzregionen mit weniger dynamischer Entwicklung verwässert werden. Unsere Allokation in Asien (inkl. Japan) beträgt unverändert rund 15%.

Nicht traditionelle Anlagen: Hier halten wir gegenwärtig keine Positionen.

Unsere **Asset Allokation zusammengefasst:**

Anlagekategorien

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

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

	<u>Dez. 2009</u>	<u>Juni 2010</u>	<u>Veränderung</u>
MSCI Welt Index	32,1	15,5	-52%
DAX Index/DE	60,2	14,8	-75%
DJ STOXX 600 Index/EU	58,2	14,8	-74%
S & P 500 Index/USA	24,3	14,9	-40%
SPI Index/CH	37,8	12,3	-67%
TOPIX Index/JPN	n.v.	30,5	n.v.

Salmann European Stock Portfolio behält die Nase vorn

Indexierte Anlagen haben in den vergangenen Jahren einen grossen Aufschwung erlebt. „Wozu sich auch die Mühe machen, auf einzelne Aktien zu setzen, wenn man doch passiv durch Replikation eines Index' auf Dauer doch die besseren Resultate erzielen kann?“, lautet das oft ins Feld geführte Argument. Tatsächlich immer bessere Resultate? Nicht im Fall unseres European Stock Portfolios (ESP), in dem wir für grössere, aktienorientierte Depots seit 1992 die nach Value-Kriterien ausgesuchten 25 günstigsten Europa-Aktien halten. Zehn der im Portfolio vertretenen Firmen kommen auf einen Umsatzanteil ausserhalb der Euro-Zone von über 50% und profitieren damit deutlich von der Euro-Schwäche. Die Brutto-Dividendenrendite des ESP beträgt zurzeit 4,9%.

Dieses Portfolio hat seinen Referenzindex von 1992 bis 2009 in 11 von 18 Jahren geschlagen. Im bisherigen Jahresverlauf liegt das ESP relativ zum Benchmark Dow Jones Stoxx 600 ebenfalls vorn. Kumuliert lässt sich das Resultat durchaus sehen. Während der Benchmark im 18,5-jährigen Beobachtungszeitraum eine positive Performance von 154,3% erbracht hat, bringt es das ESP auf eine kumulierte Performance von 413,4%. Auf den Jahresdurchschnitt gerechnet lautet das Resultat +5,18 % für den Index gegenüber +9,25% für das European Stock Portfolio.

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

	<u>Kurs / Buchwert</u>	<u>Div. Rendite</u>
MSCI Welt Index	1,7	2,6%
DAX Index/DE	1,4	3,2%
DJ STOXX 600 Index/EU	1,5	3,5%
S & P 500 Index/USA	1,9	2,1%
SPI Index/CH	1,8	2,8%
TOPIX Index/JPN	1,0	1,9%

Alfred Ernst
 Vaduz/Zürich, 30. Juni 2010

⁴ Quelle: Bloomberg



