



Trump gegen den Rest der Welt

Anlagebericht – 31. März 2018

Trump gegen den Rest der Welt

Mit der Ruhe ist's vorbei. Genossen die Anlegerinnen und Anleger im Januar insbesondere an den Aktienmärkten nochmals warmen Rückenwind, wurden sie im Februar jäh von einer Kältewelle überrollt und unsanft auf den Boden der Realität geworfen. Dispute im internationalen Handel sowie steigende Zinsen haben die Börsenparty für den Moment beendet. Das wirtschaftliche Umfeld ist allerdings unverändert positiv, was den Märkten zu gute kommen dürfte.

Will man sich den jüngsten Wetterumschlag an den Börsen vor Augen führen, sagt ein Blick auf die Volatilitäts-Indizes – die Seismografen der Finanzmärkte – mehr als tausend Worte. Sowohl der VIX-Index der amerikanischen Aktien wie auch sein Pendant für die 50 grössten europäischen Werte, der V2X-Index, sind nach einem aussergewöhnlich ruhigen 2017 Anfang Februar 2018 förmlich explodiert. Dabei sind sie von rund 10 Punkten Anfang Jahr auf zeitweise über 35 Zähler im

Februar hochgeschneit. Inzwischen haben sich die Lesungen im Bereich von 18 bis 22 Punkten eingependelt (siehe Grafik Seite 9). Das sind Werte, wie sie auch in der Vergangenheit gang und gäbe waren.

Die an dieser Stelle schon früher gemachte Feststellung, dass die Gefahrenherde für die Finanzmärkte weniger auf der wirtschaftlichen Seite, sondern eher auf der politischen lauern, hat sich bewahrheitet. Der Auslöser für die Rückschläge an den Aktienbörsen wird allgemein in Washington verortet, obwohl man auch jetzt – wie so oft – eigentlich nicht eindeutig feststellen kann, was denn genau die Laune der Börse von einem Tag auf den anderen kippen liess. Jedenfalls hat der amerikanische Präsident mit der Ankündigung von Zöllen auf den wertmässig nicht übermässig voluminösen Aluminium- und Stahl-Importen für Aufruhr gesorgt.

Drunter und drüber im Handelsdisput

«Trump gegen den Rest der Welt» ist man in Anlehnung an den Film «Theo gegen den Rest der Welt» versucht zu sagen (1980, Marius Müller-Westernhagen in der Hauptrolle). Die betroffenen Handelspartner lassen sich nicht lumpen und haben den Fächer mit der Ankündigung von Gegenmassnahmen umgehend weiter aufgeklappt. Das wie-

derum hat Trump motiviert, seinerseits zusätzliche Handelswaren mit neuen Zöllen zu belegen. Mittlerweile ist die Lage ziemlich unübersichtlich, nicht zuletzt auch wegen Ausnahmeregelungen für aus US-Sicht bevorzugte Handelspartner.

Dem Anlagepublikum ist dieses globale «Wie du mir, so ich dir» sauer aufgestossen. Ein Handelskrieg, der sowieso nur Verlierer produzieren wird,

Die **von uns eingesetzten Aktienfonds** haben seit Jahresbeginn die folgenden Renditen erzielt und ihre Vergleichsindizes fast überall geschlagen:

Aberdeen Asia Pacific (USD)	1.0 %
Swiss Rock Emerging Markets Equities (USD)	2.6 %
JB Japan Stock Fund (CHF hedged)	-5.7 %
JB Japan Stock Fund (€ hedged)	-5.7 %
Strategy Certificates SIM – Swiss Stock Portfolio Basket	-5.4 %
iShares Stoxx Europe 600 ETF (€)	-3.5 %
Performa European Equities (€)	-2.7 %
Performa US Equities (USD)	4.9 %

Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg oder jeweilige Fondsgesellschaft.

Entwicklung der Aktienmärkte seit Anfang 2018:

		Dez. 2017	März 2018	Veränderung
Asien ex Japan	DJ STOXX A/P	538.7	517.4	-4.0 %
Deutschland	DAX	12917.6	12'096.7	-6.4 %
Europa	DJ STOXX 600	389.2	370.9	-4.7 %
Japan	TOPIX	1'817.6	1'716.3	-5.6 %
Schweiz	SPI	10751.5	10'189.9	-5.2 %
USA	S & P 500	2'673.6	2'640.9	-1.2 %
Welt	MSCI Welt Index	513	505.8	-1.4 %
Hedge Funds	HFRX Global HF	1'275.5	1'262.6	-1.0 %

Indexentwicklung in lokaler Währung. Ausnahmen Asien ex Japan und Welt in USD.

Werte pflegen.
Sicherheit und Erfahrung.

ist nicht im Sinne der Investoren. Der Risikoappetit hat in der Folge einen ordentlichen Dämpfer erhalten. Aber Trump geht es ja in erster Linie darum, seine Klientel zu bedienen und die Gegenseiten an den Verhandlungstisch zu bringen, insbesondere was den von den Chinesen erzwungenen Technologietransfer aus den USA ins Reich der Mitte betrifft. Ironie am Rande: Theo betrieb im besagten Film ein kleines Speditionsunternehmen und beschäftigte sich ebenfalls mit dem grenzüberschreitenden Warenverkehr. Und alsbald ging es auch in dieser Geschichte mächtig drunter und drüber...

Seit Anfang Jahr haben sich die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** fast überall erhöht:

	Dez. 2017	März 2018	Veränderung
Europa	0.43 %	0.50 %	16 %
Grossbritannien	1.19 %	1.35 %	13 %
Japan	0.05 %	0.05 %	0 %
Schweiz	-0.15 %	0.03 %	120 %
USA	2.41 %	2.74 %	14 %

Andere von uns eingesetzte Fonds haben sich wie folgt entwickelt:

Acatis IfK Value Renten Fond (€)	-1.1 %
Acatis IfK Value Renten Fond (CHF hedged)	-1.2 %
BCV Liquid Alternative Beta (€ hedged)	-0.4 %
BCV Liquid Alternative Beta (CHF hedged)	-0.5 %
BCV Liquid Alternative Beta (USD)	0.3 %
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (€ hedged)	-0.7 %
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (CHF hedged)	-0.9 %
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (USD)	0.0 %
Lyxor ETF Euro Corp. Bond Fund (€)	-0.5 %
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (€ hedged)	-3.0 %
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (CHF hedged)	-3.0 %
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (USD)	-2.3 %
Pictet CH-CHF Bond Fund	-0.7 %
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (€ hedged)	-0.8 %
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (CHF hedged)	-0.9 %
UBAM Corporate USD-Bonds (€ hedged)	-2.2 %
UBAM Corporate USD-Bonds (CHF hedged)	-2.3 %
ZKB ETF Gold (USD)	1.4 %

Performance inkl. reinvestierte Ausschüttung, wo anwendbar.

Globaler Zinsanstieg

Die Erhöhung der Zinssätze für die sogenannten Fed Funds (Übernachtungskredite zwischen Banken) durch die US-Notenbank um $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt auf eine neue Zielgrösse von 1,5 bis 1,75 % war erwartet worden und ist im allgemeinen Schlachtgetümmel zur Nebensache verkommen. Dennoch ist nicht zu übersehen, dass die Zinsen in den USA steigen. In den USA werden für das laufende Jahr mindestens zwei weitere solche Zinsschritte erwartet. Am langen Ende der Laufzeiten hat sich Verteuerung des Fremdkapitals seit Jahresbeginn in einem Anstieg der Renditen für 10-jährige Staatsobligationen von 2,41 auf 2,74 % manifestiert. Auch in anderen Ländern haben die Obligationrenditen seit Anfang Jahr angezogen.

Die Konjunktur steht derweil weltweit unter Strom. Der globale Einkaufsmanager-Index (PMI, Februarwerte) lässt mit 54,2 Punkten eine Fortsetzung der günstigen Konjunkturlage erwarten, wenngleich sich hier und dort jetzt Zeichen einer leichten Abschwächung einschleichen. Kein wichtiges Land registrierte zuletzt negative Werte. Die Schweiz belegt mit 65,5 Zählern den Spitzenplatz. Deutschland, die Niederlande sowie die USA weisen mit Werten von über 60 ebenfalls sehr gute Resultate auf. Einzelne vorläufige März-Werte lassen aber erahnen, dass vom erreichten Niveau aus eher Rückschläge als weitere Steigerungen zu erwarten sind.

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

	Reales BIP Wachstum		Teuerung	
	2018	2019	2018	2019
China	6.6 %	6.4 %	2.3 %	2.4 %
Deutschland	2.5 %	2.1 %	1.7 %	1.8 %
Euroland	2.5 %	2.0 %	1.5 %	1.5 %
Grossbritannien	1.5 %	1.5 %	2.6 %	2.2 %
Japan	1.4 %	1.1 %	1.0 %	1.3 %
Schweiz	2.0 %	1.9 %	0.6 %	0.9 %
USA	2.8 %	2.4 %	2.3 %	2.2 %

Konjunkturmotor läuft rund

Die Prognosen für das Wirtschaftswachstum 2018 präsentieren sich noch immer rosig. Im Durchschnitt erwarten die vom Wirtschafts-magazin «The Economist» befragten Auguren im laufenden Jahr für die Schweiz ein Wachstum des Bruttoinlandprodukts (BIP) von 2%. Noch optimistischer geben sich die Experten der Konjunkturforschungsstelle KOF der ETH Zürich, die nach der jüngsten Revision ihrer Einschätzung gar eine Expansion von 2,5% für möglich halten. In den USA stehen – wiederum laut den Economist-Ökonomen – nun 2,8% zu Buche, gleich viel wie für die Niederlande und Spanien. Für Deutschland sowie die Euro-Zone werden je 2,5% veranschlagt. China und Indien spielen wie immer in einer anderen Liga mit 6,6 bzw. 7,2%.

Soweit, so gut. Vor allem in den USA ist der Konjunkturzyklus allerdings schon weit fortgeschritten. Der Arbeitsmarkt ist angespannt, die Konsumenten geniessen den Aufschwung, aber es wird langsam schwierig, sich vom erreichten Niveau aus noch weitere Verbesserungen auszumalen. Dazu gesellen sich die steigenden Defizite der USA im Aussenhandel sowie im Staatshaushalt. Als Damoklesschwert droht freilich auch der globale Schuldenberg, der nicht nur in Amerika riesig ist, sondern auch in China und einigen europäischen Ländern. Angesichts der extrem tiefen Zinsen und

der bisherigen, aber nicht ewigen Bereitschaft der Zentralbanken, den Markt fast unendlich mit Geld zu fluten, sind Strukturbereinigungen oder ein Schuldenabbau vielerorts auf die lange Bank geschoben worden. Insgesamt erstaunt es nicht, dass die Vorhersagen für 2019 fast überall etwas tiefer ausfallen als für das laufende Jahr.

Fazit: Grosse Herausforderung

Die Investoren stehen angesichts der nach oben tendierenden Zinsen auf der einen und den relativ hoch bewerteten Aktien auf der anderen Seite vor grossen Herausforderungen. Wir behalten die leichte Übergewichtung der Aktien und die Untergewichtung der Obligationen vorerst bei. Desgleichen verbleiben Gold und alternative Anlage in der bisherigen Gewichtung in den Portfolios. Die Volatilität an den Märkten dürfte sich nach dem ausserordentlich niedrigen Wert von 2017 auf einem langfristig normaleren, deutlich höheren Niveau einpendeln.

Zurzeit beschäftigen wir uns intensiv mit der Analyse schweizerischer und europäischer Aktien. In den kommenden Wochen findet bei den Direktanlagen und im Zertifikat auf den Schweizer Aktien das jährliche Rebalancing statt. Dabei werden wiederum die fundamental attraktivsten Titel bestimmt und identisch gewichtet in die Portfolios gelegt.

Asset Allokation

An den Sitzungen des Anlagekomitees haben wir die folgende Asset Allokation eines ausgewogenen Schweizer-Franken-Portfolios mittlerer Risikostufe ohne kundenseitige Einschränkungen beschlossen (Mandate in anderen Referenzwährungen weisen teilweise abweichende Veränderungen und Gewichtungen auf):

Geldmarkt

Seit Beginn des Jahres ist die Geldmarkt-Quote mehr oder weniger stabil geblieben. Sie verharrt damit leicht unter der langfristigen Strategievorgabe, oder anders ausgedrückt sind wir hier leicht untergewichtet.

Obligationen

Klar untergewichtet sind wir in den Obligationen. Der Zinsanstieg im ersten Quartal in vielen Ländern hat die Investoren etwas erschreckt und die Performance negativ beeinträchtigt. Von attraktiven Bedingungen für die Obligationenkäufer sind wir allerdings noch immer weit entfernt. Im vergangenen Dreimonatszeitraum haben wir keine aktive Veränderung an den Obligationenpositionen vorgenommen.

Werte entdecken.

**Gefragt sind Flexibilität
und Kreativität.**

Aktien Schweiz

Die Positionen in schweizerischen Dividendenwerten hat keine Änderung erfahren. Der hiesige Aktienmarkt ist von den Börsenturbulenzen der letzten beide Monate relativ stark durchgeschüttelt worden. Unsere nach Value-Kriterien (siehe auch Abschnitt «Zum Schluss noch dies») zusammengestellte Aktienselektion, das «Swiss Stock Portfolio» (SSP), musste im bisherigen Jahresverlauf eine negative Gesamtpformance (inkl. Dividenden) von 5,2% verkraften. Der Vergleichsindex SPI (Total Return) hat in derselben Periode um den gleichen Prozentsatz korrigiert.

Seit 2010 beläuft sich die jährliche Performance des SSP auf 11,6% p.a., womit die Benchmark-Performance von 7,5% klar geschlagen wurde. Seit 2010 hat diese Strategie eine kumulierte Gesamtpformance von 148% erreicht. In den SSP-Zahlen sind Transaktionskosten und Quellensteuern abgezogen. Dagegen sind im Vergleichsindex keine Kosten angefallen. Das von uns im Juli 2017 aufgelegte Zertifikat «Strategy Certificates linked to the SIM-Swiss Stock Portfolio Basket» (Valor: 36524524, ISIN: CH0365245247), welches dieses Aktienportfolio 1:1 spiegelt, hat seit Jahresbeginn in Einklang mit der negativen Marktentwicklung 5,4% an Wert eingebüsst.

Aktien Europa

Unter den europäischen Aktien sind britische (FTSE 100 Index -8,2%) und deutsche Werte (DAX -6,4%) im ersten Quartal besonders unter Druck geraten und haben mehr verloren als die gesamteuropäischen Indizes. Das pan-europäisch aufgesetzte Kurs-Barometer, der DJ STOXX 600 Index, hat 4,2% eingebüsst. Im Vergleich dazu hat sich unsere nach Value-Kriterien vorgenommene Auswahl (siehe auch Abschnitt «Zum Schluss noch dies») abermals hervorragend geschlagen. Das Direktanlage-Portfolio «European Stock Portfolio» (ESP) weist seit Anfang Jahr eine Performance von -2,5% auf (beide Werte als Gesamtertrag berechnet, d.h. inkl. Dividenden), womit eine Out-Performance von 1,7 Prozentpunkten erzielt wurde. Der Vergleich zu einem reinen Value-Vergleichsindex, welcher präziser unserem Anlagestil entspricht, fällt nahezu identisch aus.

Seit 1993 beläuft sich die mittlere jährliche Performance dieser Aktien-Auswahl somit auf 9%, verglichen mit 6,9% der oben genannten, allgemeinen Benchmark. In den Zahlen für das ESP sind Transaktionskosten und Quellensteuern abgezogen, wogegen der Referenzindex ohne Kosten kalkuliert wird. Kumuliert beläuft sich die Performance des ESP seit 1993 auf 861%. Wir haben an den Positionen im ersten Quartal keine Veränderungen vorgenommen und halten europäische Aktien unverändert mit neutraler Gewichtung.

Aktien USA

Den wegen ihrer hohen fundamentalen Bewertung oft gescholtenen amerikanischen Aktien haben die Frühjahrsstürme an der Börse unter dem Strich kaum nachhaltig Schaden zugefügt. Zwar ist es auch an der Wallstreet zu zeitweise heftigen Verwerfungen mit einzelnen, geradezu schockierenden Tagesverlusten gekommen. Doch unter dem Strich notiert der wegweisende S&P-500-Index nach drei Monaten nur 1,2% tiefer als Ende 2017. Der technologielastige Nasdaq-Index steht gar 1,8% höher als zu Silvester. Der von uns

Gemessen an den **Kurs/Gewinn-Verhältnissen** der letztbekannten Gewinne für zwölf Monate sind die meisten Märkte seit Anfang Jahr günstiger geworden:

	Dez. 2017	März 2018	Veränderung
DAX Index/DE	19	13,8	-27,4 %
DJ STOXX 600 Index/EU	20,8	15,6	-25,0 %
MSCI Welt Index	20,7	18,5	-10,6 %
S & P 500 Index/USA	22,5	21,3	-5,3 %
SPI Index/CH	13,2	14	6,1 %
TOPIX Index/JPN	16,3	14,2	-12,9 %

Quelle: Bloomberg

eingesetzte Performa US Equity Fund erwies sich im Sturm als Fels in der Brandung und brilliert mit einer Dreimonatsperformance von +4,9%. Die Position blieb im Quartalsverlauf unverändert. Wir sind in US-Aktien momentan Übergewichtet.

Aktien Asien (ohne Japan)

Der Ferne Osten und die Schwellenländer vermochten sich den Kurskapriolen ebenfalls nicht zu entziehen. Doch auch hier konnten die von uns eingesetzten Fonds-Manager größeren Schaden vermeiden und sich mit einer leicht positiven Quartals-Performance vom Abwärtssog des breiten Marktes etwas distanzieren. An den Positionen haben wir nichts verändert. Wir sind unverändert neutral gewichtet.

Aktien Japan

In Japan, wo gegenüber unserer eigenen langfristigen Strategievorgabe nach wie vor eine leicht Übergewichtete Position besteht, sind die Drohgebärden aus Washington nicht gut angekommen. So ist Japan, das sich als treuen Verbündeten der USA sieht, bisher nicht von den Stahl- und Aluminium-Zöllen ausgenommen worden. Am Kabutocho sind die Notierungen des Leitindex im ersten Quartal um 5,6% abgerutscht, der von uns eingesetzte Anlagefonds in ungefähr der gleichen Grössenordnung. Es gab im ersten Quartal keine Veränderung an der Position im Land der aufgehenden Sonne.

Alternative Anlagen

An den alternativen Anlageinstrumenten haben wir ebenfalls nichts verändert. Insgesamt sind rund 7,6% eines Portfolios in diesem Bereich investiert, womit wir übergewichtet sind. Die beiden Positionen weisen für das erste Quartal eine leicht negative Performance im Bereich von 0,5 bis 0,9% auf und haben sich damit besser als die meisten Aktien- und Obligationenanlagen entwickelt.

Unsere Asset Allokation zusammengefasst:

Anlagekategorie	
Geldmarkt	untergewichtet
Obligationen	untergewichtet/ kurze Duration
Aktien Schweiz	neutral
Aktien Europa	neutral
Aktien USA	übergewichtet
Aktien Asien	neutral
Aktien Japan	übergewichtet
Edelmetalle	übergewichtet
Alternative Anlagen	übergewichtet

Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.

Edelmetalle

Die Gold-Position hat keine Veränderung erfahren. In US-Dollar gemessen hat das Gold-ETF eine positive Performance von 1,4% abgeliefert. Erneut hat sich damit der Grundsatz bestätigt, dass das Edelmetall ein sicherer Hafen für Anleger ist, wenn starker Wind das offene Meer aufwühlt.

Zum Schluss noch dies

Bei den Aktienanlagen für unsere Kunden pflegen wir seit jeher einen wertorientierten Anlageansatz, den sogenannten Value-Stil. Dabei geht es unter anderem darum, Titel zu finden, deren fundamentalen Bewertungskriterien wie beispielsweise die Verhältnisse des Kurses zu Gewinn-, Cash-Flow-, Umsatz- und Buchwert möglichst gering und die Dividenden-Rendite möglichst hoch sein sollten. Dieser Ansatz ist den wachstums- und momentumorientierten Methoden langfristig überlegen. Berühmte Investoren wie Benjamin Graham und Warren Buffett sind mit dieser Art des Investierens reich geworden.

In den vergangenen Jahren hatte es Value allerdings nicht leicht. Im Zuge des Digitalisierungs-Booms und der Geldschwemme der Zentralbanken haben die Anleger Wachstumstitel bevorzugt, bevor sie jüngst Value wieder entdeckt

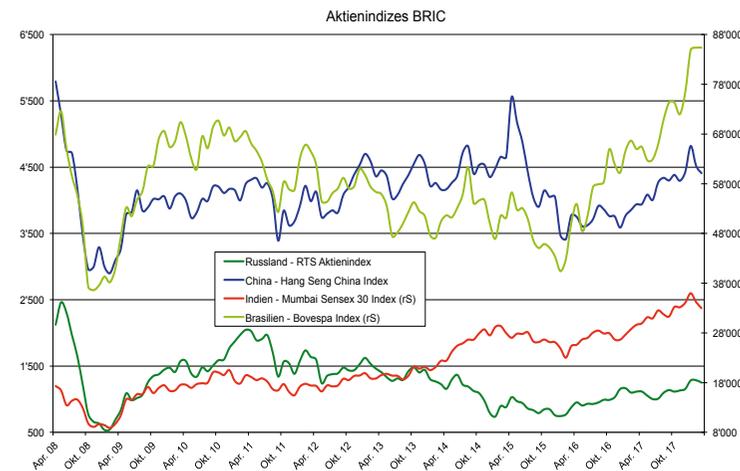
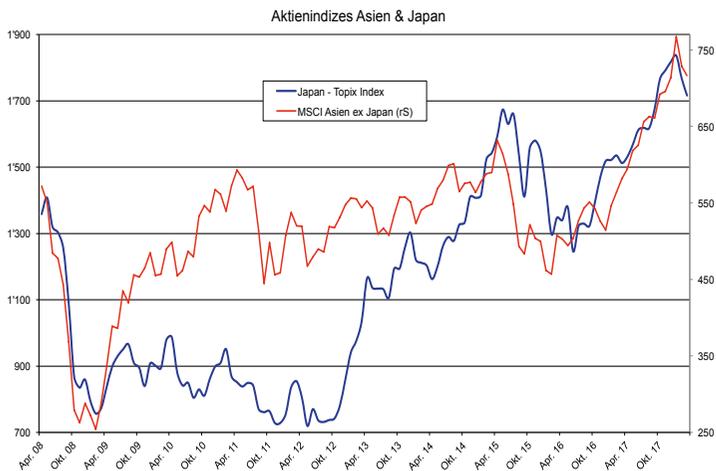
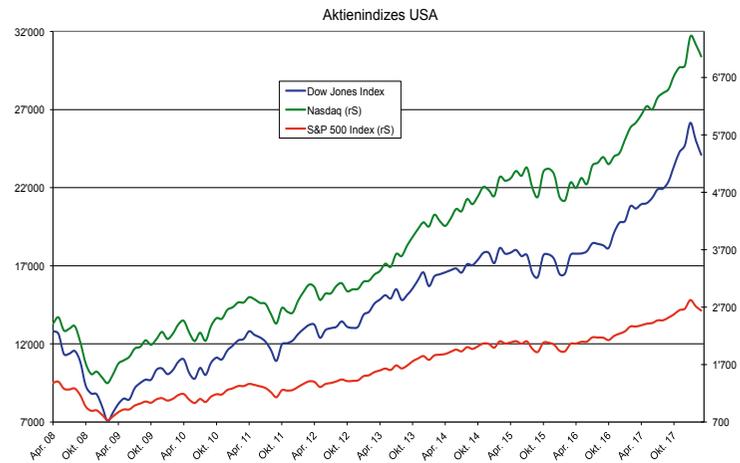
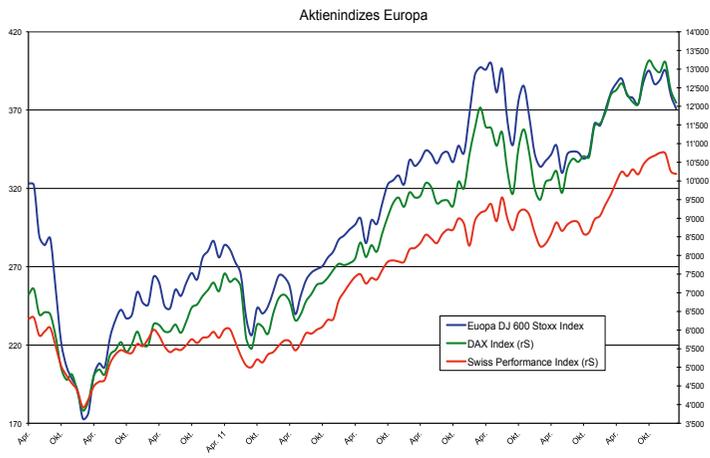
haben. In einem in der Zeitung «WirtschaftRegional» unlängst erschienen Artikel «Value funktioniert nicht immer, aber immer wieder» haben wir einige Gedanken zum wertorientierten Anlagestil zu Papier gebracht. Sie finden den Beitrag als PDF-Datei auf unsere Web-Page www.salmann.com in der Rubrik Investment-Blog/Medien oder direkt unter diesem Link: <https://www.salmann.com/de/investment-blog/post/value-investing-funktioniert-nicht-immer-aber-immer-wieder>. Auf Wunsch senden wir Ihnen diesen auch gern in Papierform zu.

Kurs/ Buchwert und Dividendenrendite wichtiger Aktienmärkte:

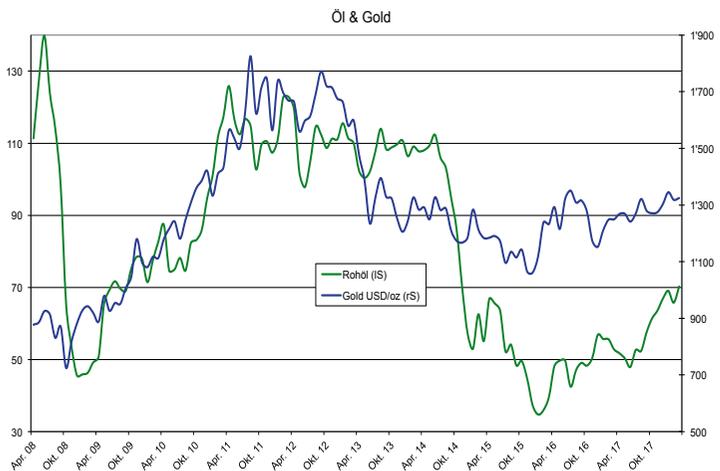
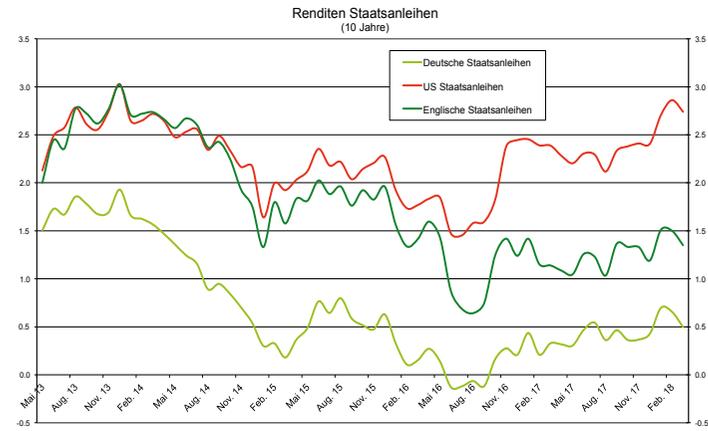
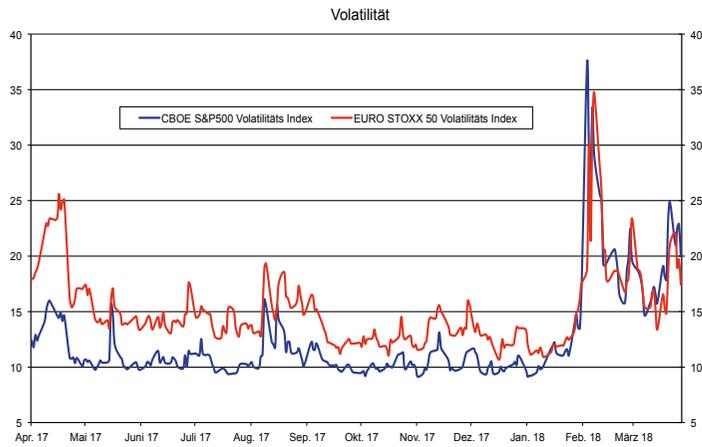
	Kurs/ Buchwert	Div. Rendite
DAX Index/DE	1.7	2.7%
DJ STOXX 600 Index/EU	1.8	3.4%
MSCI Welt Index	2.3	2.4%
S & P 500 Index/USA	3.2	2.0%
SPI Index/CH	3.3	3.1%
TOPIX Index/JPN	2	1.9%

Werte spüren.
**Jeder Kunde ist
Chef-Sache.**

Aktienmärkte auf einen Blick



Obligationenrenditen und andere Kennziffern



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.

Quelle der Grafiken: Bloomberg.

Schlusswort

Wir wünschen Ihnen erspriessliche Frühlingstage und danken für das in uns gesetzte Vertrauen.

Alfred Ernst
Direktor, Kundenbetreuer

Kontaktieren Sie uns

Salmann
Investment Management AG

Beckagässli 8
FL-9490 Vaduz

T +423 239 90 00
F +423 239 90 01

www.salmann.com

