



---

## Crash auf Raten

Anlagebericht – 31. Dezember 2018



## Crash auf Raten

Einen Crash auf Raten haben die Finanzmärkte im vierten Quartal erlebt und damit 2018 zu einem der schlechtesten Anlagejahre seit der Finanzkrise vor zehn Jahren verhaselt. Kaum eine Anlageklasse hat positive Renditebeiträge geliefert. Dabei sieht es wirtschaftlich gar nicht so schlecht aus. Sind die Ökonomen blind, oder übertreibt die Börse nach unten?

Ende September sah es noch nach einem leidlich durchzogenen Anlagejahr aus. Doch dann kam der Sturm des vierten Quartals und hat nahezu alle Anlageklassen zerzaust. Es gab, wie die Angelsachsen es gerne bildlich ausdrücken, «keinen Ort, um sich zu verstecken». Vor allem die Aktien kamen unter Druck. Hier lieferte neben Brasilien nur eine Handvoll exotischer und kleiner Märkte (in Lokälwährung ausgedrückt) ein Plus.

### Entwicklung der Aktienmärkte seit Anfang 2018:

		Dez. 2017	Dez. 2018	Veränderung
Asien ex Japan	DJ STOXX A/P	538.7	463.0	-14.1%
Deutschland	DAX	12'917.6	10'559.0	-18.3%
Europa	DJ STOXX 600	389.2	337.7	-13.2%
Japan	TOPIX	1'817.6	1'494.1	-17.8%
Schweiz	SPI	10'751.5	9'830.1	-8.6%
USA	S & P 500	2'673.6	2'506.9	-6.2%
Welt	MSCI Welt Index	513	455.7	-11.2%
Hedge Funds	HFRX Global HF	1'275.5	1'186.2	-7.0%

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

Wenige Rohstoffe, inklusive Palladium, wären eine lohnende, aber nicht praktikable und diversifizierte Alternative gewesen, Staatsanleihen (teilweise) immerhin ein Garant für eine schwarze Null. Gold hat sich etwas gegen die rote Flut gestemmt. Die alternativen Investments haben sich zwar ebenfalls negativ, aber besser als die meisten Aktienmärkte entwickelt. Gegenüber dem Franken hat sich der Euro um rund 4 % ermässigt, der US-Dollar ist um etwa 1 % teurer geworden.

Mittlerweile sind die Gründe für die schlechte Stimmung aus dem Pulverdampf aufgetaucht. Nach all den Irrungen und Wirrungen der politischen Machtzentren der Welt verlangsamt sich das Konjunkturtempo, was nicht erstaunt. Es ist ja einem Unternehmen nicht zu verargen, dass es mit Investitionen in Ausrüstungen und Personal zurückhält, wenn nicht klar ist, ob morgen Zölle, andere Handelshemmnisse oder sonstige Regulierungen die Absatzchancen seiner Produkte erschweren oder verunmöglichen.

Nach dem Motto «Wie du mir, so ich dir» hat sich vor allem zwischen den USA und China eine gefährliche Spirale in Bewegung gesetzt, welche in der Wirtschaft nun Bremsspuren zeigt. Momentan herrscht ein zeitlich befristeter Waffenstillstand bezüglich Zolldisput. Aber das Gespenst einer rückwärtsgerichteten Globalisierungswelle steht im Raum, und es wird nicht nur durch Trump und Xi Jinping genährt. Das hat die Investoren rund um den Globus gehörig erschreckt.

### Bremsspuren

Der Regulierungswahn greift ebenfalls weiter munter um sich und nimmt hier und dort groteske Züge an. Als Beispiel sei die deutsche Autoindustrie erwähnt, einst einer der wichtigen Treiber des allgemeinen deutschen Wohlstands. Heute fährt die Politik mit überbordenden, am Schreibtisch ausgeheckten Regulierungen der Industrie dermassen massiv an den Karren, dass es einem Angst und Bange wird. Allein in Deutschland ist die Fahrzeugproduktion im abgelaufenen Jahr wegen (regulatorisch nötigen) Betriebsunterbrüchen und schwer verkäuflichen Neuwagenhalden um 9 % auf rund 5 Millionen Einheiten gesunken.

*Werte leben.*

**Vermögensverwaltung  
ist Vertrauenssache.**

Die von uns eingesetzten Aktienfonds haben seit Jahresbeginn die folgenden Renditen erzielt:

Aberdeen Asia Pacific (USD)	-11.2%
Swiss Rock Emerging Markets Equities (USD)	-14.8%
GAM Japan Stock Fund (CHF hedged)	-19.7%
GAM Japan Stock Fund (€ hedged)	-19.6%
Strategy Certificates SIM-Swiss Stock Portfolio Basket	-13.7%
iShares Stoxx Europe 600 ETF (€)	-13.0%
Performa European Equities (€)	-19.4%
Performa US Equities (USD)	2.4%
BBAdamant Medtech & Services Fund (USD)*	-13.1%
BBAdamant Medtech & Services Fund (CHF)*	-12.3%
BBAdamant Medtech & Services Fund (€)*	-11.7%

Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg oder jeweilige Fondsgesellschaft. \*) Performance seit Kauf.

Natürlich ist es richtig, den Abgas-Ausstoss global massiv zu reduzieren. Ob aber statt marktwirtschaftlichen Massnahmen (z.B. Roadpricing) Fahrverbote für Dieselfahrzeuge oder die von Subventionen getragene Forderung nach bzw. Förderung von Elektro-Mobilität dazu die richtigen Schritte sind, ist zu bezweifeln. Dass der CO<sub>2</sub>-Ausstoss sowie ganz allgemein die Umweltbelastung dank

mehr Benzinern auf den Strassen und steigender Kohle-Strom-Produktion sinken kann, scheint eher unwahrscheinlich. Dies vor allem dann, wenn man die Umweltbelastung nicht nur am Auspuff, sondern über den gesamten Lebenszyklus eines Fahrzeugs misst.

Und ob die Gesellschaft für einschneidende und für die Individuen kostentreibende Umstellungen des Verkehrs zu haben ist, ist nochmals eine ganz andere Frage. Die Gilets-Jaunes-Bewegung in Frankreich hat dazu jedenfalls schon einmal einen Vorgeschmack geliefert.

### Übertriebene Ängste?

Doch zurück zur allgemeinen Konjunktur- und Börsenlage. Tatsächlich haben die Auguren ihre Prognosen für das Wirtschaftswachstum 2019 in den vergangenen Wochen reduziert. Von Rezession – definiert als zwei aufeinanderfolgende Quartale mit schrumpfendem Brutto-Inland-Produkt (BIP) – ist aber noch nichts zu sehen. Ausser eben an den Börsen, wo es in den vergangenen Wochen teilweise aussah, als käme die Weltkonjunktur zum Stillstand. Entweder sind also die meisten Ökonomen verblendet und sehen das Unheil nicht kommen, oder aber die Investoren und die Börsen plagen übertrieben Ängste. Für beide Thesen gibt es Indizien.

Durchschnittliche Wachstums- und Inflationsprognosen der von «Bloomberg Composite Contributor Forecast» befragten Ökonomen:

	Reales BIP Wachstum		Teuerung	
	2018	2019	2018	2019
China	6.6%	6.2%	2.2%	2.3%
Deutschland	1.6%	1.6%	1.9%	1.8%
EU	2.0%	1.8%	1.9%	1.8%
Grossbritannien	1.3%	1.5%	2.5%	2.1%
Japan	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%
Schweiz	2.9%	1.7%	1.0%	1.0%
USA	2.9%	2.6%	2.4%	2.2%

Punkto Konjunktur gibt v.a. China zu reden. Die Wachstums-Erwartungen (siehe Tabelle) seien viel zu hoch, wird bisweilen angemerkt, das Reich der Mitte habe viel grössere wirtschaftliche Probleme, als allgemein vermutet werde. Das ist schwierig zu beurteilen. Vor dem Hintergrund der neusten verbalen Druckversuche Pekings gegenüber Taipeh könnte diese These tatsächlich an Wahrheitsgehalt gewonnen haben. Chinas Staatschef hat zum Jahreswechsel erneut auf die Wiedervereinigung der aus seiner Sicht abtrünnigen Provinz mit dem Mutterland gepocht. Dieses

Ansinnen lehnt Taiwan ab. Handelt es sich bei Xi Jinpings Avance vielleicht um ein Ablenkmanöver, um die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit von der wirtschaftlichen auf die politische Ebene zu verschieben?

Vor einem Jahr übertitelten wir den Anlagebericht mit «Ein guter Jahrgang». Wir konnten auf ein sehr erfolgreiches 2017 zurückblicken. Gleichzeitig zeigten sich Banken, Broker, Medien und Ökonomen voller Begeisterung über all das Positive, das uns 2018 noch zuteil werden sollte. Bekanntlich kam es anders. Heute tönt es unter dem Eindruck des an den Finanzmärkten abgelaufenen Crashes auf Raten fast überall sehr negativ. Kaum jemand sieht noch Chancen. Könnte es sein, dass die Masse auch diesmal irrt, dass die Märkte bereits daran sind, nach unten zu übertreiben?

### Vernünftige Bewertungen

Wir denken ja. Die Aktienkurse haben bereits sehr viel Negatives eingepreist. Die Bewertungen haben sich stark verbilligt und liegen wieder in einem normalen Bereich. Titel von qualitativ hochstehenden Unternehmen, vor allem im Segment der kleinen und mittelgrossen Unternehmen, haben massiv Federn gelassen, weil die Anleger in die vermeintliche Sicherheit grosskapitalisierter Konzerne geflohen sind.

Auf der Basis ganzer Märkte sind heute attraktive Kennzahlen zu finden. In Deutschland etwa (gemessen am DAX-Index) beträgt die Dividendenrendite 3,4%, das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) 11 (19 vor Jahresfrist). In Europa handelt der Index von 600 Unternehmen zu einem mittleren KGV von 14,9 und zu einer Dividendenrendite von 3,9%. Mit zehnjährigen europäischen Benchmark-Staatsobligationen (primär deutsche und französische Schuldverschreibungen) kommt der Investor dagegen gerade mal auf eine Jahresausschüttung von 0,24%. Auch der Schweizer Markt kann sich mit einer Dividendenrendite von durchschnittlich 3,4% (Eidgenössische Bonds -0,25%) sehen lassen, von einzelnen Firmen, welche es auf deutlich über 5% bringen, ganz zu schweigen.

Das bringt uns dann zur Frage, ob sich die Börsen bereits in einem «offiziellen» Bärenmarkt befinden, und falls ja, welche das sind. Ein Bärenmarkt bzw. eine Baisse gilt als gegeben, wenn ein Index von seinem Höchst mindestens 20% eingebüsst hat. Hier kann zu einem gewissen Grad Entwarnung gegeben werden, erfüllt von den gewichtigen Plätzen doch nur China (Shanghai Shenzhen Index) und Deutschland (DAX) dieses Kriterium. So gesehen stecken wir einfach in einer deutlichen Korrektur, aber nicht in einer generellen Baisse.

#### 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

Als Folge der Verkäufe des New Capital Wealthy Nations Bond Funds (siehe Obligationen) ist die Geldmarkt-Quote etwas angestiegen, womit diese Anlagekategorie nun leicht übergewichtet ist.

#### Obligationen

Im vierten Quartal haben wir die Anteile am UBAM US-Dollar Corporate Bond Fund veräussert und für Anleger mit der Referenzwährung Franken Direktanlagen in etwa fünfjährigen Dollar-Obligationen von Unternehmen oder Institutionen mit guter Qualität gekauft. Der Hintergrund dafür sind die als Folge des Zinsanstiegs in den USA stark gestiegenen Hedging-Kosten, welche die Attraktivität der abgesicherten Obligationen reduziert hat. Zudem erachten wir das Währungsrisiko im US-Dollar gegenüber dem Franken als gering. Für Mandate der Referenzwährung Euro sind die Erlöse zum Teil in Euro-Obligationen geflossen. Ebenfalls verkauft wurden die Anteile am New

Capital Wealthy Nations Bond Fond. Einerseits liegen in diesem Fonds auch Titel von Schuldern, welche im Zuge einer wirtschaftlichen Abkühlung schlechter performen könnten. Andererseits konnten wir den engen Kontakt mit dem Fondsmanager nicht wunschgemäss weiter entwickeln.

Seit Anfang Jahr haben sich die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** unterschiedlich entwickelt:

	Dez. 2017	Dez. 2018	Veränderung
Europa	0.43 %	0.24 %	-44 %
Grossbritannien	1.19 %	1.28 %	8 %
Japan	0.05 %	0.00 %	-100 %
Schweiz	-0.15 %	-0.25 %	-67 %
USA	2.41 %	2.68 %	11 %

Werte pflegen.

**Transparente und bankenunabhängige Vermögensverwaltung.**

### Aktien Schweiz

Schweizer Dividendenpapiere erlitten die grössten Verluste seit der Finanzkrise 2008. Der Swiss Performance Index (SPI) fiel um 8,6%. Er zeigte da-

Andere von uns eingesetzte Fonds haben sich wie folgt entwickelt:

Acatis IfK Value Renten Fond (€)	-6.7%
Acatis IfK Value Renten Fond (CHF hedged)	-7.1%
BCV Liquid Alternative Beta (€ hedged)	-6.9%
BCV Liquid Alternative Beta (CHF hedged)	-7.2%
BCV Liquid Alternative Beta (USD)	-4.1%
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (€ hedged)	-4.7%
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (CHF hedged)	-5.3%
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (USD)	-2.0%
Lyxor ETF Euro Corp. Bond Fund (€)	-1.3%
Pictet CH-CHF Bond Fund	-0.4%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (€ hedged)	-2.9%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (CHF hedged)	-3.3%
ZKB ETF Gold (USD)	-2.5%

Performance inkl. reinvestierte Ausschüttung, wo anwendbar.

mit aber nur die halbe Wahrheit, weil die Entwicklung dank den hoch gewichteten und relativ stabil laufenden Schwergewichten wie etwa Nestlé, Novartis und Roche beschönigt wurde. Dagegen büssten viele klein- und mittelgross kapitalisierte Werte deutlich mehr Terrain ein. Am schlimmsten erging es der Gruppe der Mid-Caps (-19,4% für das Jahr), die zum Teil massiv abgestraft wurden, weil sie die sehr hohen Erwartungen der Investorengemeinde nicht erfüllen konnten.

Die Jahres-Performance des Direktanlage-Portfolios «Swiss Stock Portfolio» (SSP) betrug inkl. Dividenden -13,9%. Seit 2010 beläuft sich die durchschnittliche jährliche Performance des aus 20 Aktien bestehenden SSP auf 9,4%, womit die mittlere Benchmark-Performance von 6,4% klar geschlagen wurde. Seit 2010 hat diese Strategie eine kumulierte Gesamtperformance von rund 125% erreicht. In den SSP-Zahlen sind Transaktionskosten und Quellensteuern abgezogen. Dagegen sind im Vergleichsindex keine Kosten angefallen. Das auf dem SSP basierende Zertifikat «Strategy Certificates linked to the SIM-Swiss Stock Portfolio Basket» (Valor: 36524524, ISIN: CH0365245247) beschliesst das Jahr mit einer Performance von -13,7%.

### Aktien Europa

Europäische Aktien mussten ebenfalls ein ungünstiges Jahr verdauen. Sie litten unter der Konjunkturabkühlung in der alten Welt, welche auch durch grosse politische Unsicherheiten auf eigenem Boden mitverantwortet wurden. Dazu zählen die Wirren um den Brexit, der Budget-Streit zwischen Italien und der EU, die widrigen Bedingungen in der deutschen Autoindustrie sowie die Proteste der Gelbwesten-Bewegung. Im Dezember haben wir an unserem Direktanlage-Portfolio

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

	Dez. 2017	Dez. 2018	Veränderung
DAX Index/DE	19	11.6	-38.9%
DJ STOXX 600 Index/EU	20.8	14.9	-28.4%
MSCI Welt Index	20.7	15	-27.5%
S & P 500 Index/USA	22.5	17.1	-24.0%
SPI Index/CH	13.2	17.9	35.6%
TOPIX Index/JPN	16.3	11.7	-28.2%

Quelle: Bloomberg

«European Stock Portfolio» (ESP) einige Änderungen vorgenommen. So wurden bei Eutelsat, Meggitt, Merck sowie Tate & Lyle Teile der Gewinne mitgenommen. Mit dem Erlös haben wir bei den besonders gebeutelten Aktien von Aurubis, Barratt Developments, Covestro, Fresenius und Renault dazugekauft.

Das ESP hat im Jahresverlauf 17,6% eingebüsst und entwickelte sich damit für einmal schlechter als der Referenzindex Dow Jones Stoxx 600, welcher an Silvester mit einem Minus von 10,8% schloss. Beide Werte sind als Gesamtertrag berechnet, d.h. Kurveränderungen plus Dividenden. Seit 1993 beläuft sich die mittlere jährliche Performance dieser Aktien-Auswahl auf 8,0%, verglichen mit 6,4% für die oben genannte Benchmark. In den Zahlen für das ESP sind Transaktionskosten und Quellensteuern abgezogen, wogegen der Referenzindex natürlich ohne Kosten kalkuliert wird. Kumuliert beläuft sich die Performance des ESP seit 1993 auf 712, die der Benchmark auf rund 438%.

### Aktien USA

Zu Beginn des vierten Quartals haben wir die im letzten Bericht angekündigten Käufe des BB Adamant Medtech & Services Fonds getätigt. Dieser Fonds des Schweizer Anbieters Bellevue Asset Management investiert in die Beteiligungspapiere innovativer Gesellschaften im Bereich

des Gesundheitswesens ohne Medikamentenhersteller. Unter dem Überbegriff «digitale Gesundheit» wird die Steigerung von Effizienz und Kosteneffektivität im Gesundheitswesen angestrebt. Mit minimalinvasiven Techniken und optimierten Prozessen sollen Behandlungszeiten wie auch Kosten gesenkt und das Wohl der Patienten erhöht werden. Der Fonds weist ein 5-Sterne-Rating von Morningstar sowie ein AAA-Rating von Citywire auf. Da momentan das Gros des Kapitals in amerikanische Gesellschaften investiert ist, zählt dieses Investment rechnerisch zur US-Aktienquote.

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

	Kurs/ Buchwert	Div. Rendite
DAX Index/DE	1.6	3.4 %
DJ STOXX 600 Index/EU	1.6	3.9 %
MSCI Welt Index	2	2.8 %
S & P 500 Index/USA	3	2.2 %
SPI Index/CH	1.9	3.4 %
TOPIX Index/JPN	1.1	2.5 %

**Aktien Asien (ohne Japan)**

Die Aktien der asiatischen Industrie- und Schwellenländer litten im vergangen Jahr arg unter den veränderten Bedingungen, namentlich unter dem Anstieg der US-Dollar-Zinssätze (Verteuerung ihrer Dollar-Schulden) sowie unter dem Handelskrieg, welcher die Exportchancen beeinträchtigt. Dazu kam natürlich der Umstand, dass die Schwellenländer immer zu den ersten Opfern gehören, wenn die internationalen Investoren nervös werden und ihr Geld in sichere Häfen umdisponieren.

**Aktien Japan**

Der japanische Aktienmarkt zählte 2018 mit zu den schlechten der etablierten Börsen. Geringes Wachstum, die starke Abhängigkeit von Exporten bei einer gleichzeitig starken Verflechtung mit den asiatischen Nachbarn drückten auf die Stimmung. Wir haben keine Veränderung an den Positionen vorgenommen.

**Alternative Anlagen**

Auch die Positionen in alternativen Anlageinstrumenten sind im vierten Quartal unverändert geblieben.

**Edelmetalle**

Von der Schwäche der Aktien hat das Gold im vierten Quartal mit einem Anstieg um rund 6% profitiert und damit für das Jahr beinahe die schwarze Null geschafft. Die Position im Gold-ETF erfuhr keine Änderung, womit das Edelmetall gegenüber unserer eigenen strategischen Asset Allokation weiterhin übergewichtet ist.

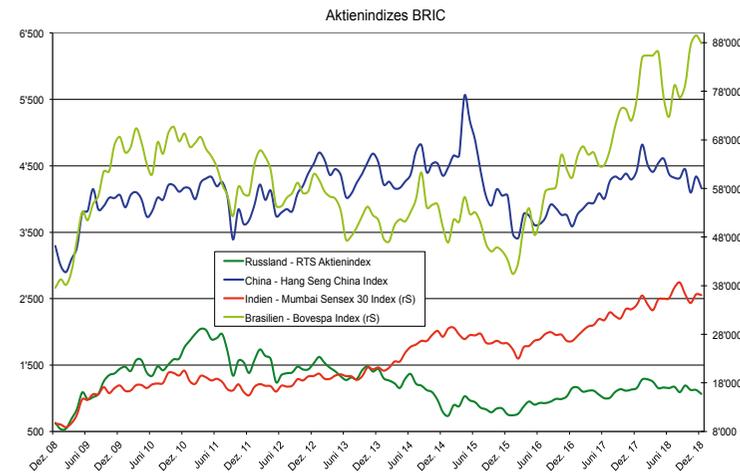
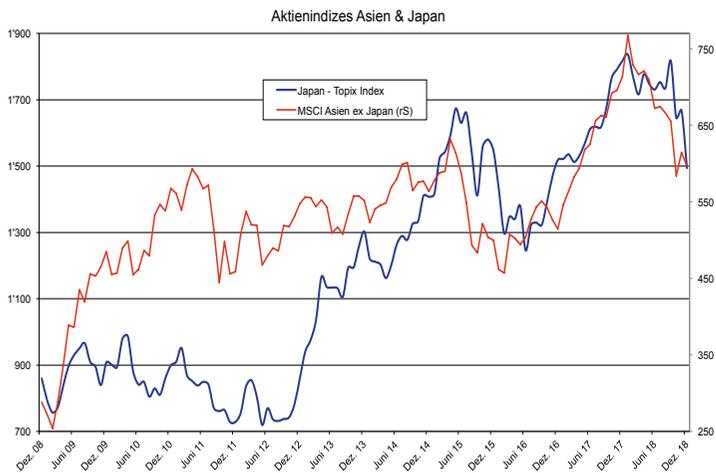
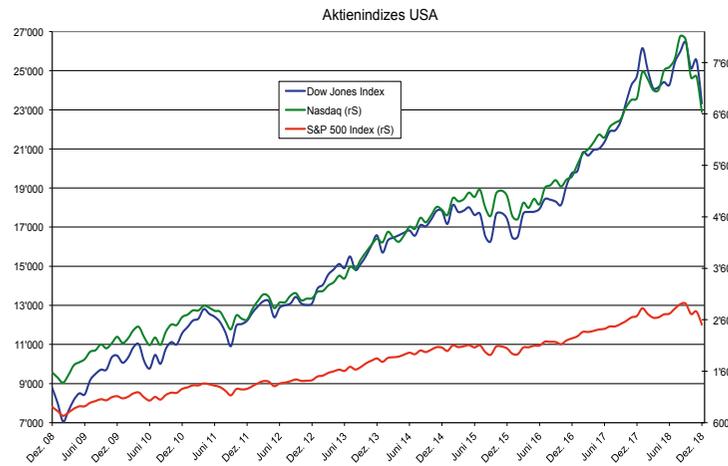
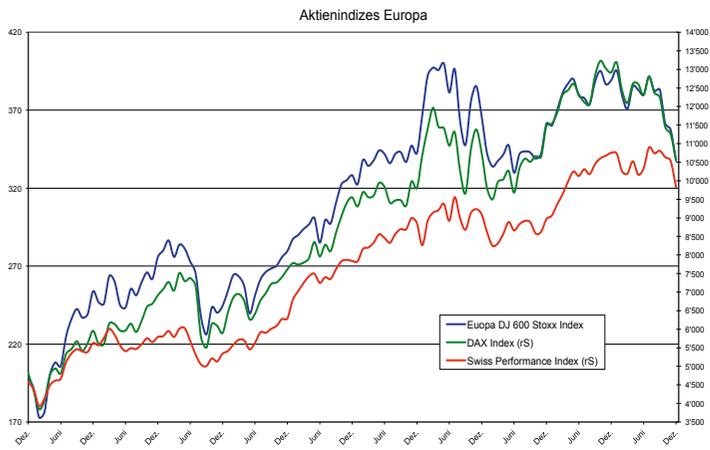
**Unsere Asset Allokation**  
zusammengefasst:

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

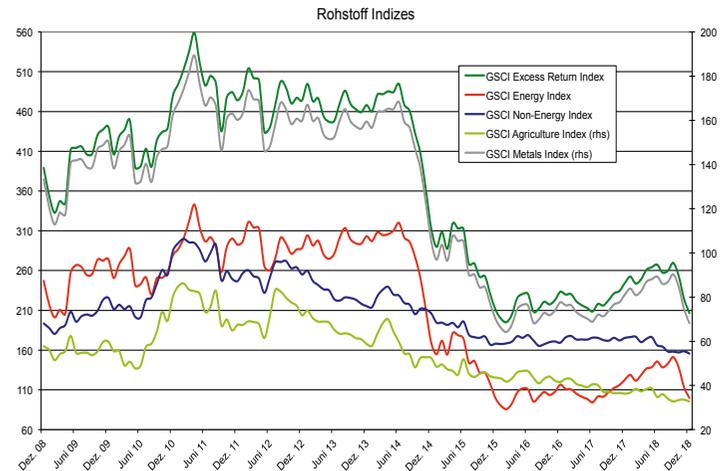
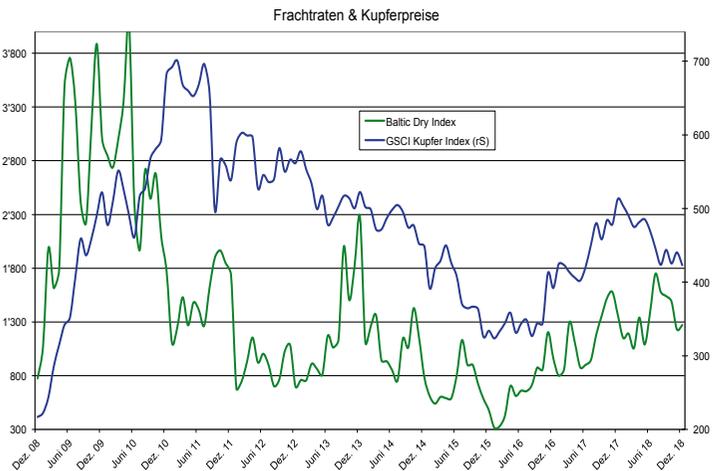
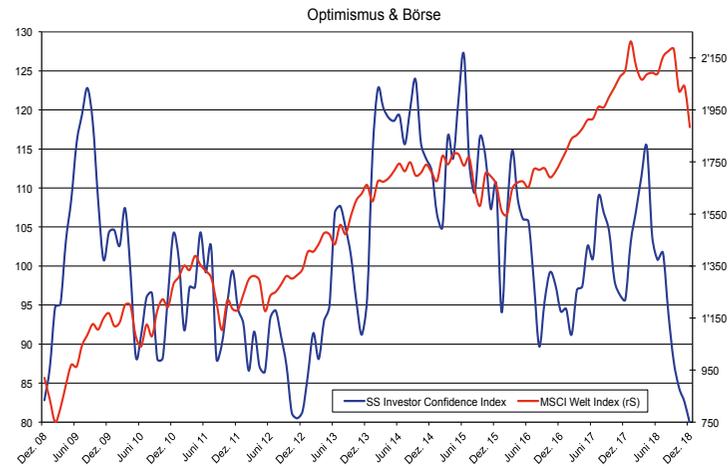
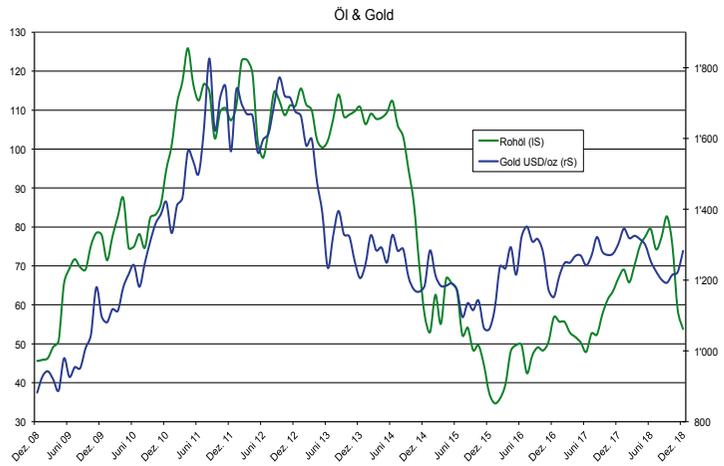
Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.

Werte spüren.  
**Sicherheit und Erfahrung.**

## Aktienmärkte auf einen Blick



## Rohstoffe 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 ein gesundes, glückliches und erfolgreiches neues Jahr und danken Ihnen 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](http://www.salmann.com)

