

La hausse amène la hausse

„La Hausse amène la hausse“. Das alte Börsenbonmot hat nichts von seiner Gültigkeit eingebüsst. Die Aktien klettern zwar schon seit geraumer Zeit, doch jüngst scheint es, dass sie nun vor allem steigen, weil sie steigen. Die Hausse nährt sich selbst. Gründe für und wider die gute Verfassung der Aktienbörsen gibt es zuhauf. Die Optimisten verweisen auf die Liquiditätsschwemme der Notenbanken, die tiefen Zinsen, welche Alternativanlagen zu Aktien unattraktiv machen und auf die Erholung der Wirtschaft, die jüngst sogar den Euro-Raum mit einem zarten Frühlingslüftchen erfasst hat. Die Pessimisten führen die hohen fundamentalen Bewertungen der Aktien, die zahlreichen geopolitischen Unsicherheiten sowie die ungelöste Verschuldungssituation vieler Länder als Argumente ins Feld.

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

	Reales BIP Wachstum		Teuerung	
	2015	2016	2015	2016
Deutschland	1,6%	1,8%	0,2%	1,6%
Euroland	1,3%	1,6%	0,0%	1,2%
Grossbritannien	2,6%	2,4%	0,5%	1,8%
Japan	1,1%	1,7%	1,0%	1,4%
Schweiz	1,0%	1,4%	-0,7%	0,3%
USA	3,2%	2,9%	0,3%	2,3%

Wer Recht bekommen wird, muss sich weisen. Sicher ist, dass die Zeiten turbulent sind. So hat das Jahr etwa in der Schweiz mit einem kräftigen Gongschlag begonnen, als die Nationalbank Mitte Januar den seit Sommer 2011 verteidigten Mindestkurs zum Euro überraschend aufgab. Dieses Ereignis wird vielleicht als „Jordan-Crash“ oder als „Zurück-zum-freien-Wechselkurs-Crash“ in die Geschichtsbücher eingehen. Wie andere scharfe Einbrüche zuvor, war der Spuk indes auch in diesem Fall rasch vorbei, zumindest was die Aktienpreise betrifft. Der Leitindex Swiss Market Index (SMI, bestehend aus den 20 Unternehmen mit der grössten Börsenkapitalisierung) wie auch der

Swiss Performance Index (SPI, bestehend aus 206 Werten) haben den fast zweistelligen prozentualen Einbruch des 15. Januars inzwischen wieder aufgeholt.

Entwicklung der **Aktienmärkte** seit Anfang Jahr:

		Dez. 2014	März 2015	Veränderung ¹
Asien ex Japan	DJ STOXX A/P	486,7	497,7	2,3%
Deutschland	DAX	9'805,6	11'966,2	22,0%
Europa	DJ STOXX 600	342,5	397,3	16,0%
Japan	TOPIX	1'407,5	1'543,1	9,6%
Schweiz	SPI	8'857,0	9'137,2	3,2%
USA	S & P 500	2'058,9	2'067,9	0,4%
Welt	MSCI Weltindex	417,1	424,8	1,8%

Die Konjunktur dürfte da schon eher ein paar Blutergüsse und Beulen davon tragen. Die vom Wirtschaftsmagazin „The Economist“ befragten Auguren haben ihre Wachstumserwartungen für 2015 im Schnitt auf 1% reduziert (siehe Tabelle). Die renommierte Konjunkturforschungsstelle der Eidgenössischen Technischen Hochschule (ETH), KOF, erwartet gar ein Wachstum von winzigen 0,2% im laufenden Jahr und eines von 1% für 2016. Neben der verschlechterten Situation für Exporteure und Tourismus sieht das KOF auch als Folge der Umsetzung der Masseneinwanderungs-Initiative eine Verlangsamung bei Bau- und anderen Investitionen als bremsende Elemente.

Zu grossem Pessimismus scheint allerdings kein Anlass zu bestehen. Schliesslich ist die Situation eines starken Frankens für die hiesigen Unternehmen nicht neu. Vielmehr kämpft und arrangiert sich die Wirtschaft seit Jahrzehnten mit einem mehr oder weniger permanenten Aufwertungsdruck. Sie hat ihn in der Vergangenheit mit hohen Produktivitätsfortschritten, aber auch mit gesundem Menschenverstand immer wieder kompensiert. Das pragmatische Ärmelkochrempeln auch der Arbeitnehmer sucht seinesgleichen. Oder wo – zumindest in Europa – wäre es denkbar, dass Arbeitszeiten spontan erhöht und Löhne beschnitten werden, ohne dass es zu wochenlangen Streiks und Demonstrationen käme? Und: So einseitig schlecht ist die Abwertung des Euros gegenüber dem Franken ja auch nicht. Der Einkauf im Ausland wird für Industrie, Gewerbe

¹ Indexentwicklung in lokaler Währung. Ausnahmen Asien ex Japan und Welt in USD.

und Private günstiger. Daneben helfen die tiefen Erdölpreise sowie die fast zum Null-Tarif erhältlichen Kredite.

Die **von uns eingesetzten Aktienfonds** haben seit Jahresbeginn die folgenden Renditen erzielt² und ihre Vergleichsindizes teilweise geschlagen:

Aberdeen Asia Pacific (USD)	3,0%
JB Japan Stock Fund (CHF hedged)	10,3%
JB Japan Stock Fund (€ hedged)	10,6%
Performa Asian Equities (USD)	1,0%
Black Rock Swiss Small & Midcap Opp. (CHF)	7,1%
Raiffeisen Futura Swiss Stocks (CHF)	5,7%
iShares ETF MDAX-Index (€)	5,7%
Performa European Equities (€)	15,0%
iShares ETF Core S&P-500-Index (USD)	0,2%
Performa US Equities (USD)	5,4%
Perkins US Strategic Value (USD)	-0,6%

Fazit / Ausblick

Konjunktur: Wir beurteilen die Konjunktur-Aussichten in den USA, Europa und Asien leicht positiv. Für die Schweiz hat sich die Situation seit dem Januar verschlechtert, eine Rezession erwarten wir aber nicht. Die Staatsverschuldung bleibt in vielen Ländern hoch und behindert eine dynamische Erholung. Mögliches Störfeuer kommt weniger aus der wirtschaftlichen Ecke, sondern könnte eher aus politischen Unwägbarkeiten stammen, welche sich 2015 so zahlreich wie schon lange nicht mehr präsentieren.

Währungen und Zinsen: Das EZB-Programm, welches sich bis September 2016 voraussichtlich auf eine Billion Euro summieren wird, drückt auf die Einheitswährung. Wir rechnen mit einem tendenziell schwächeren Euro gegenüber dem Dollar. Der Yen bleibt ebenfalls unter Druck. Die erste Zinserhöhung wird in den USA stattfinden, frühestens jedoch im Herbst. In Europa werden die Zinsen erst wieder steigen, wenn das Wachstum ausgeprägter ist. In der Schweiz bleiben sie nahe bei null oder darunter. Inflation ist nicht in Sicht und stellt für die Aktienbörsen bis auf weiteres kein Problem dar.

Obligationen: Die Suche nach Rendite wird noch schwieriger. «Geld drucken» bleibt das Motto der Notenbanken in der EU, in Grossbritannien, Japan und China. Kurze

Durationsen wären zu bevorzugen, sind jedoch kaum in Verbindung mit Rendite zu finden. Der letzte Rest von Rendite kann nur in tieferen Kreditqualitäten gefunden werden. Das Ausfallrisiko bleibt in der Regel gering.

Andere von uns eingesetzte Fonds entwickelten sich wie folgt³:

Acatis IfK Value Renten Fond (€)	3,9%
Acatis IfK Value Renten Fond (CHF)	3,3%
Lyxor ETF Euro Corp. Bond Fund (€)	0,4%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (€)	4,1%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (CHF)	4,0%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (USD)	4,1%
Pictet CH-CHF Bond Fund	2,1%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (€ hedged)	0,9%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (CHF hedged)	0,1%
UBAM Corporate USD-Bonds (€ hedged)	1,7%
UBAM Corporate USD-Bonds (CHF hedged)	1,1%
ZKB ETF Gold (USD)	-1,3%

Aktien: Der Aufschwung dauert bereits sechs Jahre, was ihn aber nicht automatisch zum Sterben verurteilt. Es ist noch keine generelle (gefährliche) Aktieneuphorie zu spüren. Zwar sind die fundamentalen Bewertungen eher hoch, sie müssen aber zu den extrem tiefen Zinsen in Relation gesetzt werden. Die Dividendenrenditen der Aktien notieren über den Zinsrenditen festverzinslicher Papiere. Die Schwankungsanfälligkeit dürfte zunehmen.

Seit Jahresbeginn sind die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** in allen Ländern ausser in Japan gefallen:

	<u>Dez. 2014</u>	<u>März 2015</u>	<u>Veränderung</u>
Europa	0,54%	0,18%	-67%
Grossbritannien	1,76%	1,58%	-10%
Japan	0,33%	0,41%	24%
Schweiz	0,32%	-0,05%	-116%
USA	2,17%	1,92%	-12%

² Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg oder jeweilige Fondsgesellschaft.

³ Performance inkl. reinvestierte Ausschüttung, wo anwendbar.

Asset Allokation: Die Aktienquote wird momentan über der langfristigen strategischen Quote gehalten. Die grosse Gewichtung des Heimmarktes erfährt keine grundlegende Änderung. Bei Zinsen unter null (Negativzins) kann Gold als Ersatzwährung in der Liquidität in Frage kommen. Bargeldhortung im grossen Stil ist keine Lösung (Transport- und Aufbewahrungskosten, mögliche Einführung von Gebühren bei grossen Bezügen, Einzahlungen u.a.).

An den Sitzungen des Anlagekomitees haben wir im vergangenen Dreimonatszeitraum 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: Fällige Obligationen haben die liquiden Mittel zwischenzeitlich anschwellen lassen. Käufe von deutschen und amerikanischen Aktien, von währungsgesicherten US-Dollar-Obligationen und von Gold haben den Stand der flüssigen Mittel bis zum Ende des Quartals auf rund vier Prozent reduziert.

Obligationen: Nachdem Anleger in der Kern-Eurozone und dem Franken bei den kürzeren Laufzeiten mittlerweile für das Privileg zahlen, dem Staat Geld zu leihen, ist der Begriff „Anlagemöglichkeit“ hier wirklich langsam zu hinterfragen. Solche Papiere dienen nur noch der Diversifikation von Ausfallrisiken. Nur wenig besser präsentiert sich die Situation in der europäischen Peripherie. Zehnjährige portugiesische Bonds werfen 1,7% auf Verfall ab, was im Vergleich zu irischen, italienischen und spanischen Papieren schon beinahe fürstlich erscheint. Risikofreudige und risikofähige Investoren können ihren Renditehunger dafür in Griechenland stillen, wo die Rendite für die gleiche Laufzeit bei 10,7% steht. Das kommt allerdings für die wenigsten wirklich in Frage.

Geeigneter sind dagegen Unternehmensobligationen, vor allem in US-Dollar. Dort liegen die Renditen für fünfjährige Papiere im Investment-Grade-Bereich (Rating von BBB oder besser) in der Gegend von 2,8%. Wir haben im ersten Quartal in den UBAM Corporate USD-Bonds Fund und dort in die gegen Franken und Euro abgesicherten Tranchen investiert. Nach Abzug von Fondsgebühren und laufenden Währungs-Hedging-Kosten verbleibt zurzeit ungefähr eine Nettorendite von 2% in Euro beziehungsweise 1,1% in Franken.

Gemessen an den **Kurs / Gewinn-Verhältnissen**⁴ der letztbekannten Gewinne für zwölf Monate haben sich einige Märkte seit Jahresbeginn teilweise verteuert (rot), teilweise sind sie günstiger geworden (grün):

	<u>Dez. 2014</u>	<u>März 2015</u>	<u>Veränderung</u>
DAX Index/DE	17,2	20,0	+16%
DJ STOXX 600 Index/EU21,3		24,4	+15%
MSCI Welt Index	16,9	17,3	+2%
S & P 500 Index/USA	18,2	18,3	+1%
SPI Index/CH	19,5	18,3	-6%
TOPIX Index/JPN	16,1	17,6	+9%

Aktien Schweiz: Die Dividendenwerte haben sich nach dem SNB-Crash vom 15. Januar erstaunlich rasch erholt und notieren am Ende des ersten Quartals über dem Niveau von Ende 2014. Wir haben an unseren Positionen keine Änderungen vorgenommen. Die direkt gehaltenen 23 Titel des Swiss Stock Portfolios (SSP) haben zusammen im ersten Quartal eine Performance von 5,18% erreicht. Der Swiss Performance Index hat einen Ertrag von 3,16% gebracht (beide Werte inklusive Dividenden). Seit 2010 beläuft sich die jährliche Gesamtpformance des SSP auf 10,23% p.a., womit sie leicht über der Performance der Benchmark von 9,68% liegt. In den SSP-Zahlen sind Transaktionskosten und Quellensteuern abgezogen. Dagegen sind im Vergleichsindex natürlich keine solchen Kosten angefallen.

Die von uns eingesetzten Fonds Black Rock Swiss Small & Midcap Opportunities (+7,1%) und Raiffeisen Futura Swiss Stocks (+5,7%) haben die Januar-Scharte ebenfalls mehr als ausgewetzt und sich hervorragend in Szene gesetzt.

Aktien Europa: Draghis Geldpolitik hat mit dem Start des Anleihen-Kaufprogramms eine neue Dimension erreicht. Die Zinsen sind in den Keller gefallen, der Euro schwächt. Davon haben die Aktien profitiert, allen voran die deutschen, denn „Exportweltmeister“ Deutschland ist der grösste Nutzniesser der Euro-Abwertung. Aus diesem Grund haben wir im ersten Quartal zusätzlich eine Position in Aktien von mittelgrossen deutschen Unternehmen gekauft. Dies in Form eines Exchange Traded Funds (ETF) auf dem MDAX-Index.

⁴ Quelle: Bloomberg

Ebenfalls erfreulich haben sich der Performa European Equity Fund (+15%) sowie unser Direkt-Anlage-Portfolio europäischer Aktien, das European Stock Portfolio (ESP) entwickelt. Dieses hat seit Jahresbeginn eine Gesamtperformance (Kursentwicklung plus Dividenden) von 18,31% eingefahren. Der Dow Jones Stoxx 600 Index weist 16,67% Performance auf. Seit 2004 beläuft sich die mittlere jährliche Performance des Direktanlage-Portfolios auf 10,06%, verglichen mit 7,78% der Benchmark. In den Zahlen für das European Stock Portfolio (welche Sie auch auf unserer Web-Page www.salmann.com unter „Produkte“ finden) sind Transaktionskosten und Quellensteuern auf Dividenden abgezogen, wogegen im Referenzindex keine Kosten enthalten sind.

Kurs / Buchwert und Dividendenrendite wichtiger Aktienmärkte:

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

Aktien USA: Wir haben den Anteil an US-Dividendenpapieren leicht erhöht, indem wir den bestehenden Anlagen eine Position im S&P-500-Index zur Seite gestellt haben. Es handelt sich um die iShares ETF Core S&P-500, einen Exchange Traded Fund (ETF). In einem ausgewogenen Portfolio beträgt der gesamte US-Anteil somit rund 12%, was einer übergewichteten Position entspricht.

Aktien Asien (ohne Japan): Die Positionen sind unverändert. Mit rund 5% Anteil besteht eine leicht übergewichtete Allokation.

Aktien Japan: Auch in Japan ergaben sich keine Änderungen. Die Position ähnelt in der Grösse der asiatischen Position. Sie ist ebenfalls leicht übergewichtet. Der Yen ist gegenüber den Referenzwährungen der Kunden abgesichert.

Alternative Anlagen: Neu gibt es eine 3%-ige Position in einem Gold ETF. Weil die Zinsen unter null notieren, entfallen die Opportunitätskosten für das Halten von Edelmetall. Wir betrachten Gold als Diversifikation der flüssigen Mittel. Seit dem Kauf hat

sich diese für die in Franken und Euro rechnenden Kunden bezahlt gemacht, beträgt doch die in Franken erzielte Performance 0,4%, in der Einheitswährung sind es 2,2%.

Unsere **Asset Allokation zusammengefasst**⁵:

Anlagekategorien

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

Wir danken Ihnen für das in uns gesetzte Vertrauen und wünschen Ihnen einen er-spriesslichen Frühling.

Alfred Ernst

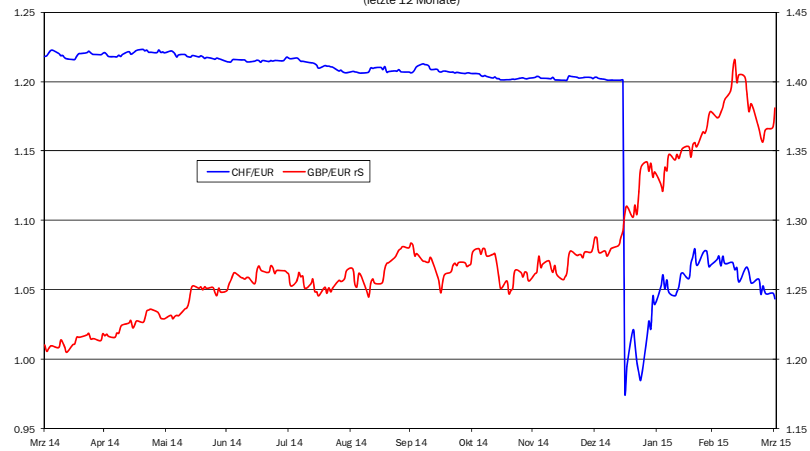
Vaduz/Zürich, 31. März 2015

Rechtliche Hinweise

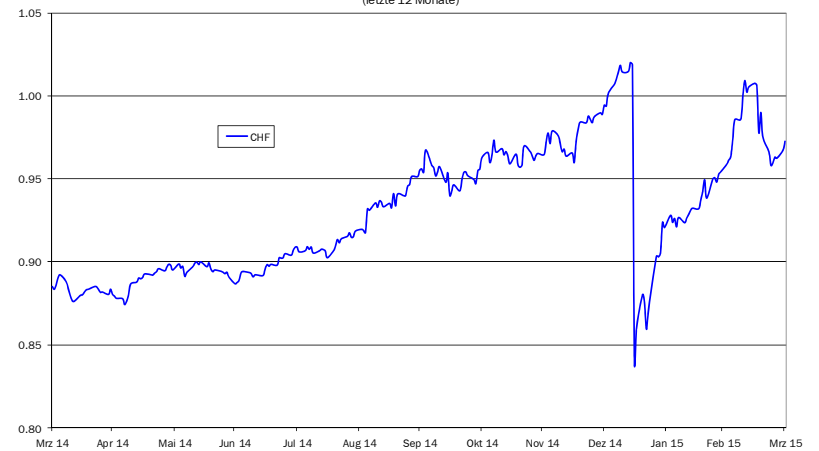
Angebotsbeschränkung: Die im Anlagebericht der Salmann Investment Management AG (nachstehend SIM) publizierten Informationen begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder Tätigkeit sonstiger Transaktionen. Der Inhalt ist nicht 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 folgenden Grafiken: Bloomberg.

⁵ Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.

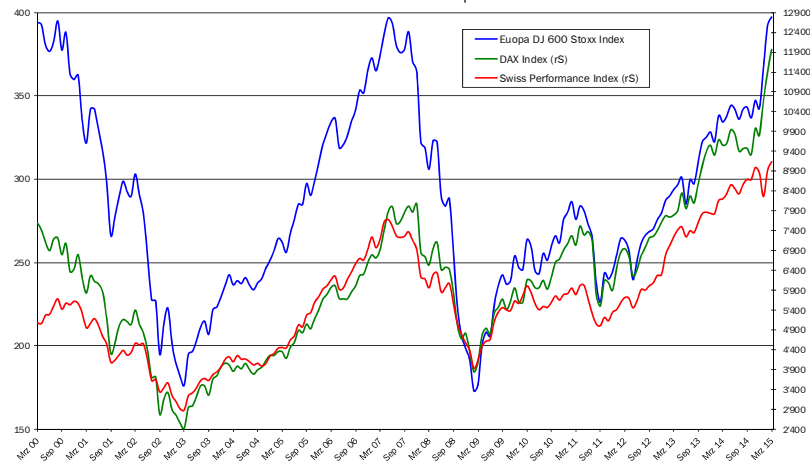
CHF/EURO und EURO/GBP Wechselkurse
(letzte 12 Monate)



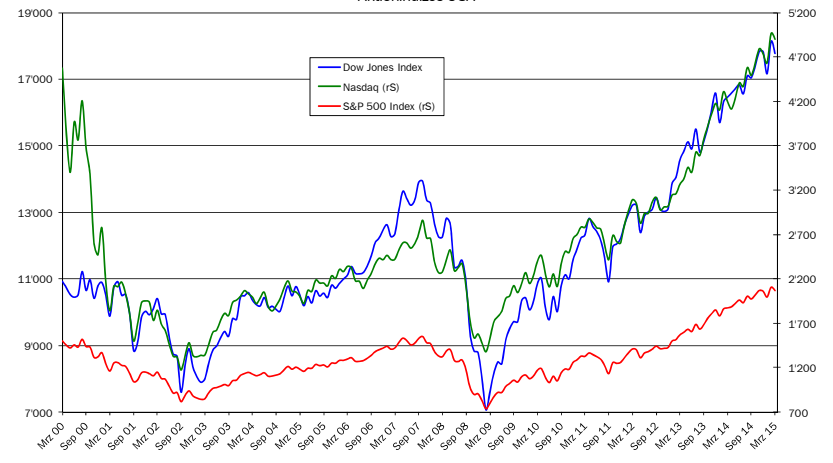
CHF/USD Wechselkurs
(letzte 12 Monate)



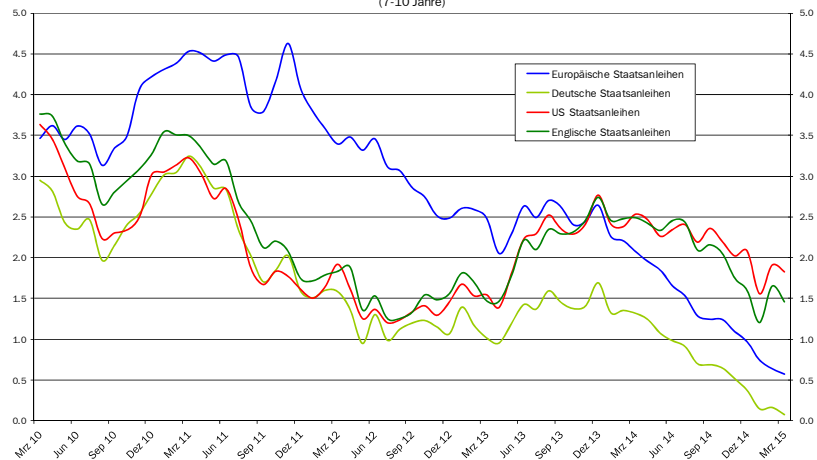
Aktienindizes Europa



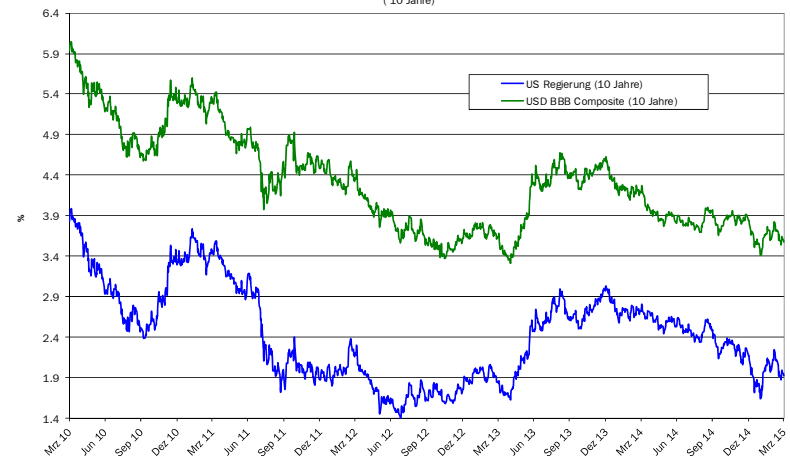
Aktienindizes USA



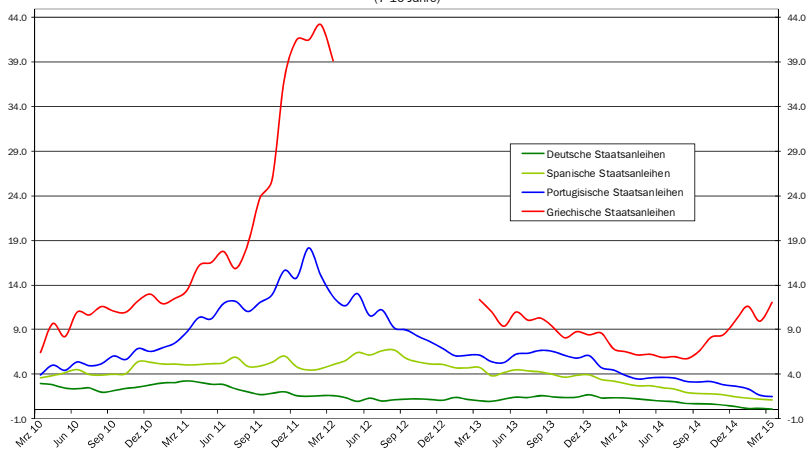
Renditen Staatsanleihen
(7-10 Jahre)



Bond Renditen US
(10 Jahre)



Renditen Euroland
(7-10 Jahre)



Bond Renditen Euro
(10 Jahre)

