

Erfreuliches Déjà-vu

Vor Jahresfrist zitierten wir hier Mark Twain mit den Worten „Prognosen sind eine schwierige Sache. Vor allem, wenn sie die Zukunft betreffen“. Wir können das heute getrost wiederholen, es hat sich daran nichts geändert, und das wird es auch in Zukunft nicht.

Leichtes Wachstum und geringe Inflation prognostizierte zum Beispiel die Zunft der Ökonomen vor einem Jahr für das makroökonomische Umfeld. So schlecht waren diese Vorhersagen nicht. Das Expansionstempo hat zwar mehrheitlich nicht die Werte erreicht, welche die von der Zeitschrift „The Economist“ regelmässig befragten (und an dieser Stelle wiedergegebenen) Wirtschaftsweisen vorher gesagt hatten (aktuelle Zahlen siehe Tabelle unten). Dafür gab es kaum Inflation. Diese blieb ebenfalls unter den tief angesetzten Erwartungen. Der Trend jedenfalls, nämlich eine wie auch immer geartete Erholung der Weltwirtschaft und kaum Geldentwertung, hat gestimmt, und das ist doch schon die halbe Miete.

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

	Reales BIP Wachstum		Teuerung	
	2014	2015	2014	2015
Deutschland	1,4%	1,3%	0,9%	1,2%
Euroland	0,8%	1,1%	0,5%	0,8%
Grossbritannien	3,0%	2,6%	1,5%	1,4%
Japan	0,5%	1,1%	2,7%	1,7%
Schweiz	1,6%	1,8%	0,0%	0,2%
USA	2,3%	3,0%	1,7%	1,6%

Heute sieht das Bild ähnlich aus. Die Ökonomen prophezeien für 2015 (mit Ausnahme von Deutschland und Grossbritannien) ein leicht höheres Wachstum als 2014 und eine Inflation, die sehr bescheiden bleiben dürfte. Das ist die gute Nachricht. Und gleichzeitig die schlechte. Denn obwohl die leichte Expansion des Brutto-Inland-Produkts besser ist als eine Rezession (welche 2015 voraussichtlich Russland, die Ukraine, Venezuela und vielleicht Argentinien und Italien trifft), ist das Wachstum für schuldengeplagte und reformschwache Länder wie Frankreich, Griechenland, Italien und andere schlicht viel

zu schwach, um sich - quasi wie weiland Baron von Münchhausen - am eigenen Schopf aus dem Sumpf zu ziehen. Ergo müsste jemand zu Hilfe kommen.

Entwicklung der **Aktienmärkte im Jahr 2014:**

		Dez. 2013	Dez. 2014	Veränderung ¹
Asien ex Japan	DJ STOXX A/P	506,4	486,7	-3,9%
Deutschland	DAX	9'552,2	9'805,6	2,7%
Europa	DJ STOXX 600	328,3	342,5	4,4%
Japan	TOPIX	1'302,3	1'407,5	8,1%
Schweiz	SPI	7'838,0	8'857,0	13,0%
USA	S & P 500	1'848,4	2'058,9	11,4%
Welt	MSCI Weltindex	408,6	417,1	2,1%

Mangels politischem Durchsetzungsvermögen sowie mangelnder Einsicht der Wählerinnen und Wähler sind da primär die Notenbanken gefragt. Diese werden nicht darum herum kommen - teilweise „à contre-coeur“ – die freizügige Geldpolitik fortzusetzen. Mario Draghi von der europäischen Zentralbank (EZB) hat mehrfach geäussert, dass die EZB alles unternehmen werde, um die Geldversorgung flüssig und billig zu halten. Die Schweizer Nationalbank (SNB) wird gezwungenermassen ebenfalls sehr locker politisieren müssen, will sie nicht den Aufwertungsdruck auf den Franken erhöhen. Negativzinsen auf Girokonten wie auch die enorme Ausweitung der SNB-Bilanz zeigen, wie angespannt die Situation bereits ist.

Geldschleusen bleiben weit offen

„Geld drucken“ bleibt auch das Motto der britischen, der japanischen sowie gar der chinesischen Zentralbank, obwohl im Land des Lächelns 2015 ein Wirtschaftswachstum von 7% erwartet wird. Auch von der US-Notenbank (Fed), wird erwartet, dass sie ungeachtet der gut laufenden Wirtschaft vorerst keine übereilten und heftigen Bewegungen am Ruder vornimmt. Interessant ist, dass der Markt den angedachten Zinserhöhungen der Zentralbanker offenbar nicht glaubt. So sehen laut der „Financial Times“ die Offiziellen des Fed die Fed-Funds-Rate (Zinssatz für Kredite über Nacht zwischen erstklassigen Institutionen) Ende 2015 auf etwa 1,25%. An der Börse dagegen implizieren die Terminkontrakte, dass die Marktteilnehmer auf diesen Zeitpunkt hin einen

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

Satz von nur 0,5% antizipieren. Gleiches Bild Ende 2016: Die Notenbanker veranschlagen für diesen Zeitpunkt eine Fed-Funds-Rate von zirka 2,75%, der Markt eine von lediglich 1,5%. Und Ende 2017 liegen die Erwartungen des Fed mit 3,75% massiv über den Erwartungen der Investoren, welche gemäss den Futures für diesen Zeitpunkt Zinssätze um 2% implizieren. Die Diskrepanzen weisen auf mögliche Risiken im Bereich festverzinslicher Wertpapiere hin, die es im Auge zu behalten gilt.

Die **von uns eingesetzten Aktienfonds** haben 2014 die folgenden Renditen erzielt² und ihre Vergleichsindizes teilweise geschlagen:

Aberdeen Asia Pacific (USD)	2,1%
JB Japan Stock Fund (CHF hedged)	10,5%
JB Japan Stock Fund (€ hedged)	10,7%
Performa Asian Equities (USD)	-5,0%
Black Rock Swiss Small & Midcap Opp. (CHF)	13,6%
Raiffeisen Futura Swiss Stocks (CHF)	11,1%
Performa European Equities (€)	7,7%
Performa US Equities (USD)	5,4%
Perkins US Strategic Value (USD)	8,6%

Apropos Risiken: Wie immer mangelt es auch heute nicht an Umständen, welche einem das Geldanlegen vergällen könnten. So rumort etwa das als verscheucht geglaubte Gespenst „Grexit“ (Synonym für den Austritt Griechenlands aus der Euro-Zone) vor den dortigen Wahlen wieder mächtig im Gebälk. Für Aufregung sorgt aber nicht nur das Säbelrasseln der Präsidentschaftsanwärter. Auch Äusserungen deutscher Politiker, die den Eindruck erweckten, Berlin würde sich nicht mehr mit allen Mitteln gegen „Grexit“ wehren, schüren Unruhe. „Ein Austritt aus der Euro-Zone ist in den Verträgen nicht vorgesehen“, heisst es derweil lapidar aus Brüssel.

Der Wertzerfall von Öl und Rubel haben die Märkte ebenfalls verunsichert. Einerseits ist die globale Öl-Nachfrage wegen der schleppenden Konjunktur und womöglich auch dank steigender Verbrauchseffizienz schwach. Andererseits haben die in den USA geförderten Ölmengen erstaunlich rasch zugenommen und die Karten im Geschäft neu verteilt. Die Opec hat sich der Preiserosion bisher nicht entschlossen entgegengestellt,

vielleicht bewusst. So könnte es der sinkende Ölpreis beispielsweise Saudi Arabien ermöglichen, mehrere Fliegen mit einer Klappe zu schlagen. Er schwächt u.a. die Konkurrenz aus Russland und Iran sowie die mit höheren Produktionskosten im Fracking operierenden Amerikaner, was die Stellung der Saudis langfristig stärken könnte. Ob ein solches Kalkül aufgeht, ist ungewiss. Die Innovationskraft der US-Ölindustrie sollte in diesem Zusammenhang nicht unterschätzt werden.

Andere von uns eingesetzte Fonds entwickelten sich wie folgt³:

Acatis IfK Value Renten Fond (€)	3,9%
Acatis IfK Value Renten Fond (CHF)	3,4%
BlueBay High Yield Bond Fund (€)	2,3%
Lyxor ETF Euro Corp. Bond Fund (€)	6,6%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (€)	5,3%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (CHF)	5,0%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (USD)	5,4%
Pictet CH-CHF Bond Fund	6,6%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (€ hedged) ⁴	0,8%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (CHF hedged) ⁴	0,5%

Auf der Agenda stehen weitere Termine und Entwicklungen, welche für Anleger Turbulenzen bedeuten könnten. Allen voran sind das Wahlen, nicht nur in Griechenland, sondern auch in Grossbritannien und weiteren Ländern. Die Entwicklungen in Libyen und Syrien, der skrupellose Vormarsch des IS, das Verhalten Russlands in der Ukraine wie auch die Lähmung der russischen Wirtschaft sowie die Streitigkeiten um Inseln vor den Küsten Chinas und Japans sind weitere Beispiele einer nicht eben ruhigen Welt. Noch nie waren so viele Menschen auf der Flucht wie heute, sei es politisch oder wirtschaftlich bedingt. Neben dem menschlichen Leid kann dies zu steigenden sozialen Unruhen und politischen Verwerfungen in Richtung populistischer Ideen führen.

Insgesamt scheinen die Angstfaktoren zu überwiegen. Die Börsen haben dies über weite Strecken locker weggesteckt, wie die Entwicklungen der Aktienbörsen oder des Krisenbarometers Gold illustrieren. Für Aktien- und Obligationenbesitzer war 2014 ein gutes Jahr.

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

³ Performance inkl. reinvestierte Ausschüttung, wo anwendbar.

⁴ Performance seit Kaufdatum Juli 2014

Aktien weiterhin Trumpf

Kann 2015 daran anknüpfen? Wir halten an unserem positiven Szenario, welches einen relativ hohen Aktienanteil impliziert, fest. Neben den tiefen Zinsen wirken jetzt auch die Ölpreise vielerorts als Konjunkturstütze. Was wären die Alternativen zu Dividendenpapieren? Staatsanleihen mit quasi null oder sogar negativer Verzinsung sind es nicht. Auch hochverzinsliche Unternehmensanleihen oder Bonds in Schwellenländern können höchstens punktuell als Ergänzung betrachtet werden.

2014 sind die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** in allen Ländern gefallen:

	<u>Dez. 2013</u>	<u>Dez. 2014</u>	<u>Veränderung</u>
Europa	1,93%	0,54%	-72%
Grossbritannien	3,02%	1,76%	-42%
Japan	0,74%	0,33%	-55%
Schweiz	1,07%	0,32%	-70%
USA	3,03%	2,17%	-28%

Kommentar zur 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: Der relativ hohe Stand der liquiden Mittel spiegelt einerseits unsere Zurückhaltung bei der Wiederanlage von fälligen Obligationen. Andererseits resultierte Ende Jahr zusätzlich eine Erhöhung aus dem Verkauf eines Anlagefonds für hochverzinsliche Obligationen. Die Hintergründe dazu finden Sie im folgenden Abschnitt.

Obligationen: Nach einer Haltedauer von fast sechs Jahren haben wir im Dezember die Positionen im BlueBay High Yield Bond Fund veräussert. Der Titel hat unsere Kunden über die Jahre mit einer kumulierten Performance von mehr als 100% in Euro beziehungsweise über 65% in Franken erfreut. Zwei Gründe haben zum Verkauf geführt: Auf der einen Seite sind die Zinsvorteile europäischer Hochzinsobligationen gegenüber erstklassigen Staatsanleihen mager geworden. Sie bewegen sich auf einem

seit Jahren nicht mehr beobachteten, tiefen Niveau (siehe Grafik „Kreditprämie EU 10 Jahre“ auf Seite 6). Auf der anderen Seite ist die Organisation, zu welcher der Fonds gehört, in den vergangenen Jahren massiv gewachsen und hat einen Besitzerwechsel erlebt. Das Fondshaus hat sich seit unserem Erstengagement im Februar 2009 von einer Finanzboutique zu einem Grosskonzern gemausert, was es zusehends schwieriger gemacht hat, mit dem Fondsmanager den gewünschten engen Direktkontakt zu pflegen. Die Evaluation für eine Ersatzanlage läuft.

Gemessen an den **Kurs / Gewinn-Verhältnissen**⁵ der letztbekannten Gewinne für zwölf Monate haben sich einige Märkte im Jahresverlauf teilweise verteuert (rot), teilweise sind sie günstiger geworden (grün):

	<u>Dez. 2013</u>	<u>Dez. 2014</u>	<u>Veränderung</u>
DAX Index/DE	16,3	17,2	+6%
DJ STOXX 600 Index/EU	21,6	21,3	-1%
MSCI Welt Index	17,9	16,9	-6%
S & P 500 Index/USA	17,4	18,2	+5%
SPI Index/CH	19,2	19,5	+2%
TOPIX Index/JPN	17,3	16,1	-7%

Aktien Schweiz: Der Schweizer Aktienmarkt zählte 2014 zu den besten etablierten Märkten der Welt. Die neutrale Allokation blieb im vierten Quartal unverändert. Im Direktanlageportfolio, dem „Swiss Stock Portfolio“ (SSP), haben wir im vierten Quartal die Aktien von Kuoni und Bucher Industries verkauft, vorläufig ersatzlos. Bereits im dritten Quartal sind infolge der Übernahme durch die Helvetia Versicherung die Titel der National Versicherung weggefallen. Sie wurden durch eine Position in Vaudoise ersetzt. 2014 hat das SSP eine Performance von 10,32% erreicht. Der Swiss Performance Index ist um 13% gestiegen (beide Werte inklusive Dividenden). Seit 2010 beläuft sich die jährliche Gesamtpformance des SSP auf 9,65% p.a., womit sie leicht über der Performance der Benchmark von 9,49% liegt. In den SSP-Zahlen sind Transaktionskosten und Quellensteuern abgezogen. Dagegen sind im Vergleichsindex natürlich keine solchen Kosten angefallen.

Aktien Europa: In europäischen Dividendenpapieren waren wir ebenfalls neutral gewichtet. Im Direktanlage-Portefeuille „European Stock Portfolio“ (ESP) haben wir im

⁵ Quelle: Bloomberg

vierten Quartal die Aktien von OMV und Sainsbury verkauft und durch BHP Billiton (Rohstoffe) sowie Subsea 7 (Erdöl services) ersetzt. Im abgelaufenen Jahr hat das ESP eine Gesamtperformance (Kursentwicklung plus Dividenden) von 7,29% gebracht. Der Dow Jones Stoxx 600 Index weist für denselben Zeitraum 7,20% Performance aus. Seit 2004 beläuft sich die mittlere jährliche Performance des Direktanlage-Portfolios auf 8,91%, verglichen mit 6,71% 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 in der Benchmark keine Kosten enthalten sind.

Kurs / Buchwert und Dividendenrendite wichtiger Aktienmärkte:

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

Aktien USA: Die amerikanischen Dividendenwerte haben im vierten Quartal nochmals kräftig Schub gegeben und die Jahresperformance der US-Indices in den zweistelligen Bereich gehievt. Zusätzlich hat der Greenback Kursgewinne verbucht. Der Anteil an US-Dividendenpapieren in einem ausgewogenen Portfolio beträgt rund 9%.

Aktien Asien (ohne Japan): Asiatische Aktien traten 2014 mehrheitlich an Ort. Die grosse Ausnahme ist China, wo die Kurse nach langer Seitwärtsbewegung nach der Zinssenkung der Notenbank im vierten Quartal einen atemberaubenden Spurt hingelegt haben und den chinesischen Aktienmarkt zum performancestärksten der namhaften Weltmärkte hochtrieben. Wir haben an der Asien-Allokation nichts verändert und sind mit einem rund 5%-igen Anteil gegenüber der Strategievorgabe leicht übergewichtet.

Aktien Japan: Im Schlussquartal sind die Dividendenpapiere auch am Kabutocho eindrücklich geklettert, was die Jahresperformance des Topix-Index⁶ gerettet hat.

Die Position steht unverändert in den Portfolios. Mit einem Anteil von rund 4% sind wir im Land der aufgehenden Sonne neutral gewichtet.

Unsere **Asset Allokation zusammengefasst⁶:**

Anlagekategorien	
Geldmarkt	übergewichtet
Obligationen	untergewichtet/kurze Duration
Aktien Schweiz	neutral
Aktien Europa	neutral
Aktien USA	neutral
Aktien Asien	übergewichtet
Aktien Japan	neutral

Wir danken Ihnen für das in uns gesetzte Vertrauen und wünschen Ihnen ein gesundes, glückliches und erfolgreiches 2015.

Alfred Ernst

Vaduz/Zürich, 31. Dezember 2014

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.

⁶ Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.



