



Aufstieg durch die Wand der Sorgen

Anlagebericht – 30. September 2019

Aufstieg durch die Wand der Sorgen

Ungeachtet der vielen Unruheherde sind die Kurse von Aktien und Obligationen im dritten Quartal mehrheitlich weiter gestiegen. Gold hat von der aktuellen Konstellation besonders profitiert. Gleichzeitig kühlt sich die Konjunktur ab, vor allem wegen den zahlreichen Querelen auf politischer Ebene.

«Bullmarkets like to climb the wall of worries» (Hausen mögen es, die Wand der Sorgen zu erklimmen) pflegt man an den Börsen zu sagen. Diese Klettertour ist im laufenden Jahr an vielen Märkten zu beobachten, und es scheint fast, als könne man das Bonmot ergänzen mit «je länger die Sorgenliste, desto einfacher der Aufstieg».

Tatsächlich leuchten die Performance-Zahlen für das dritte Quartal mehrheitlich grün auf, womit

Entwicklung der Aktienmärkte seit Anfang 2019:

		Dez. 2018	Sept. 2019	Veränderung
Asien ex Japan	MSCI AC Asia ex Japan	431.1	455.7	5.7%
Europa	DJSTOXX 600	707.7	845.7	19.5%
Japan	MSCI Japan	1'736.20	1'900.5	9.5%
Schweiz	SPI	9'830.10	12'233.1	24.4%
USA	MSCI USA	6'658.80	7'997.3	20.1%
Welt	MSCI AC Welt Index	5412.1	6'364.9	17.6%
Hedge Funds	HFRX Global HF	1'189.90	1'259.9	5.9%

Indexentwicklung in lokaler Währung. Ausnahmen Asien ex Japan und Welt in USD. MSCI-Indizes sind Net Total Return.

sich die Gesamterträge für den bisherigen Jahresverlauf noch weiter in positives Territorium verschoben haben. Ein besonders gutes Quartal verzeichneten Gold sowie japanische Aktien. Dagegen musste sich die Region Asien (ohne Japan) nicht nur im relativen Vergleich die rote Lampe anschnallen, sie hatte auch absolut mit einer negativen Quartals-Performance zu kämpfen.

Die Neunmonats-Zahlen geben allerdings überall eine «bella figura» ab. Die Nase ganz vorne haben dabei die Schweizer Aktien (vgl. Tabelle «Entwicklung der Aktienmärkte seit Anfang 2019»). Amerikanische und europäische Aktien figurieren ebenfalls in den Medaillen-Rängen. Gold ist auf dem undankbaren vierten Platz gelandet, hat aber ebenfalls zweistellig gepunktet.

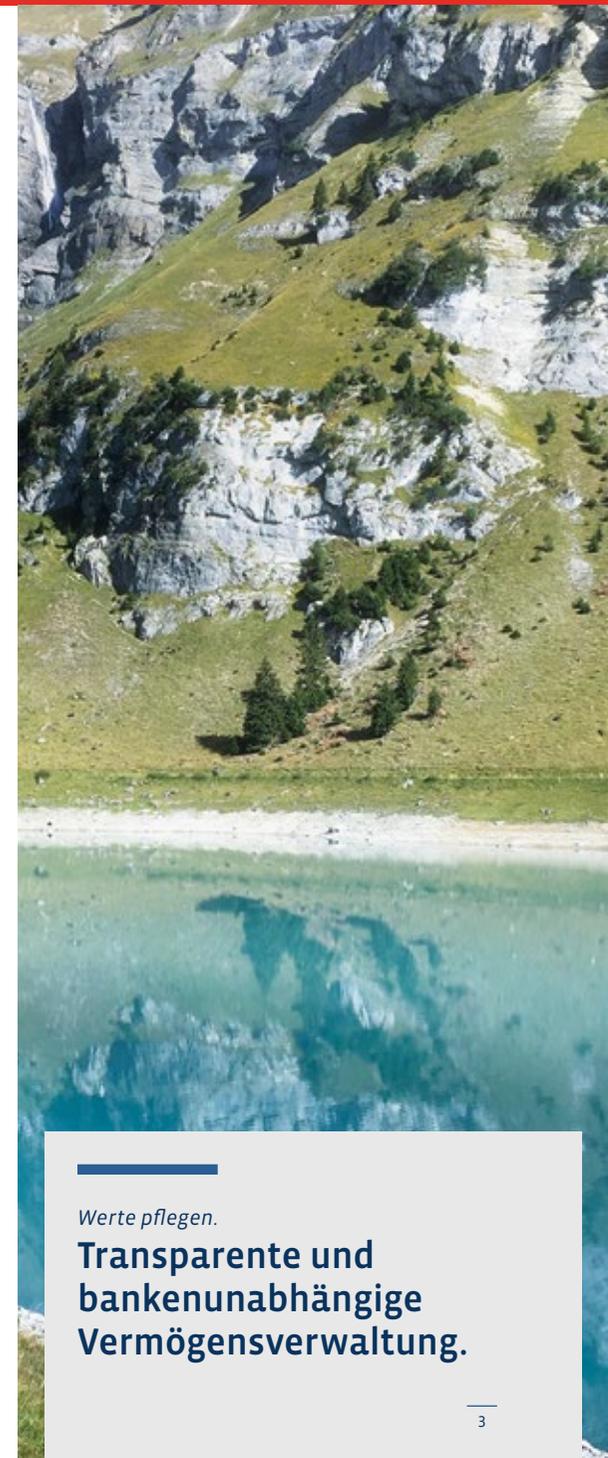
Widerstandsfähige Finanzmärkte

Diese scheinbare Unbekümmertheit mag angesichts des täglich in den Medien servierten Nachrichtenmenüs erstaunen. Ausfall von 5% der Welt-Ölförderung? Kein Problem! Mögliche Eskalation am Persischen Golf, in Hongkong? Wird schon nichts passieren! Harter Brexit? Na und? Handelsstreit? Die finden sich schon! Amtsenthebungs-Verfahren? Hat noch nie funktioniert! Negativzins? Was will man machen? Koreanische Raketentests? Halb so wild!

Bis Ende September vermochten weder die politische Unsicherheit noch die wirtschaftliche Abkühlung die Finanzmärkte nachhaltig zu beunruhigen. Das liegt auch daran, dass mittlerweile fast alle Notenbanken der Welt sofort die Opiat-Dosis erhöhen, wenn am Horizont dunkle Wolken aufziehen. So hat die US-Notenbank, das Fed, eben erst die vielbeachtete Fed-Funds-Rate um ¼-Prozentpunkt auf ein Zielband von

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

	Reales BIP Wachstum		Teuerung	
	2019	2020	2019	2020
China	6.2%	6.0%	2.4%	2.3%
Deutschland	0.6%	0.9%	1.4%	1.4%
EU	1.4%	1.3%	1.5%	1.6%
Grossbritannien	1.2%	1.1%	1.9%	2.0%
Japan	0.9%	0.3%	0.7%	1.0%
Schweiz	1.2%	1.3%	0.6%	0.7%
USA	2.3%	1.7%	1.8%	2.0%



Werte pflegen.

Transparente und bankenunabhängige Vermögensverwaltung.

1,75 bis 2% gesenkt. Aktuell gehen die Marktteilnehmer mit einer rund 60%-igen Wahrscheinlichkeit davon aus, dass bereits Ende Oktober eine weitere Senkung um ¼-Prozentpunkt folgen wird.

Auch die Europäische Zentralbank (EZB) hat ihren Einlagensatz für Geschäftsbanken von -0,4% auf -0,5% reduziert und das Kaufprogramm für Anleihen auf unbestimmte Dauer verlängert. Als Erleichterung für die Banken hat die Zentralbank dafür einen Freibetrag geschaffen, für welchen Banken ihr gegenüber keinen Negativzins zahlen müssen.

Abkühlungstendenzen in der Weltwirtschaft sind denn auch nicht zu übersehen. Dabei ist es vor allem die Industrie, welche in vielen Ländern schwächelt oder gar in einer Rezession steckt. Der Dienstleistungsbereich schlägt sich dagegen in aller Regel wacker. Im September ist der Einkaufsmanager-Index der Industrie (PMI) in den USA, in der Schweiz und in Deutschland auf den tiefsten Stand seit 2009 gerutscht, wobei die Einkäufer die unmittelbare Zukunft vor allem in Deutschland sehr skeptisch beurteilen. Dort notiert der PMI nun auf nur noch 41,7 Punkten, was nicht nur im globalen Vergleich ein tiefer Wert ist, sondern auch weit weg von der Wachstumsschwelle von 50 Zählern liegt.

Die Schweiz steht mit 44,6 Punkten zwar etwas besser da, von einer bevorstehenden Hochdruck-Lage kann indes nicht gesprochen werden. Für Lichtblicke sorgen dafür Frankreich und die Niederlande, aber auch Kanada, Australien, China und Indien, wo die Werte auf über 50 und somit im Wachstumsbereich notieren.

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

Aberdeen Asia Pacific (USD)	8.6%
Swiss Rock Emerging Markets Equities (USD)	5.3%
GAM Japan Stock Fund (CHF hedged)	7.7%
GAM Japan Stock Fund (€ hedged)	7.8%
Strategy Certificate SIM-Swiss Stock Portfolio Basket	16.3%
iShares Stoxx Europe 600 ETF (€)	16.2%
Performa European Equities (€)	13.3%
Performa US Equities (USD)	20.4%
BB Adamant Medtech & Services Fund (CHF)	16.6%
BB Adamant Medtech & Services Fund (€)	20.8%
BB Adamant Medtech & Services Fund (USD)	15.2%

Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg oder jeweilige Fondsgesellschaft.

In Spendierlaune befinden sich die Konsumenten, welche von einer erfreulichen Arbeitsmarktsituation profitieren. In vielen Ländern hat die Arbeitslosenquote mehrjährige Tiefststände erreicht, etwa in der Eurozone, wo die zuletzt gemeldeten 7,4% nur noch einen Hauch über dem 2007 gemessenen Allzeittief liegen. Selbst im wirtschaftlich stagnierenden Italien lag die Erwerbslosigkeit zuletzt mit 9,5% so tief wie seit acht Jahren nicht mehr. In Ländern wie der Schweiz (2,3%), Deutschland (3,1%), den Niederlanden (3,5%) und den USA (3,7%) kann faktisch von Vollbeschäftigung gesprochen werden.

Schauen wir uns in diesem Zusammenhang die Wirtschaftsgrossmacht USA noch genauer an: Dort gibt es momentan 7,2 Millionen offene Arbeitsplätze, also mehr als gemeldete Arbeitslose. Auf jede freie Stelle entfallen 0,84 Arbeitslose. Das führt zu tendenziell anziehenden Löhnen und beflügelt den Konsum der privaten Haushalte, welcher für gut zwei Drittel des amerikanischen Bruttoinlandsprodukts (BIP) verantwortlich ist.

Den Verbrauchern sitzt die Brieftasche auch deshalb locker, weil sie heute viel weniger verschuldet sind als früher (das Verhältnis von Verbindlichkeiten zu Aktiven ist das tiefste seit 1985), und sie profitieren von tiefen Kreditkosten (die Zinskosten als Prozenteile der verfügbaren Einkommen stehen mit 10% auf einem 45-Jahre-Tiefst).

Andere von uns eingesetzte Fonds haben sich wie folgt entwickelt:

Acatif IfK Value Renten Fond (CHF hedged)	8.0%
Acatif IfK Value Renten Fond (€)	8.4%
BCV Liquid Alternative Beta (CHF hedged)	3.6%
BCV Liquid Alternative Beta (€ hedged)	3.7%
BCV Liquid Alternative Beta (USD)	6.2%
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (CHF hedged)	3.4%
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (€ hedged)	3.7%
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (USD)	6.1%
Lyxor ETF Euro Corp. Bond Fund (€)	6.5%
Pictet CH-CHF Bond Fund	4.7%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (CHF hedged)	1.9%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (€ hedged)	2.1%
ZKB ETF Gold (USD)	14.5%

Performance inkl. reinvestierte Ausschüttung, wo anwendbar.

Konjunkturdelle oder Rezession?

Solange in den globalen Schaltzentralen der Macht weiter nach dem Motto «Jeder macht, was er will, keiner macht, was er soll, aber alle machen mit» gewerkelt wird, bleibt die Unsicherheit präsent, was sich negativ auf die Konjunktur und vielleicht auf die Finanzmärkte auswirken könnte. Letzteres zumindest in Form erhöhter Volatilität. Allerdings ist es gut möglich, dass die zu beobachtende Abschwächung lediglich eine Delle im Konjunktur-Zyklus darstellt, und dass es 2020 wieder zu einer Beschleunigung der Weltwirtschafts-Entwicklung kommt.

Silberstreifen am Horizont verorten etwa die Auren des unabhängigen Research-Hauses «Bank Credit Analyst» unter anderem in China. Die Massnahmen im Reich der Mitte wie Erleichterungen bei der Kreditvergabe, tiefere Sozialabzüge und höhere Staatsausgaben haben laut deren Analysen zu einer Erholung bei den Bau- und Anlage-Investitionen geführt sowie die Importe von Stahl und Zement anziehen lassen. Die ausgesprochen lasche Geldpolitik der Notenbanken weltweit, welche auch mangels Inflation bis auf weiteres Bestand haben wird, spricht ebenfalls gegen eine globale Rezession. Damit ist erfahrungsgemäss auch die Gefahr einer ausgedehnten Aktien-Baisse (noch) nicht gegeben. Bleibt zu hoffen, dass in den Schaltzentralen der politischen Mächte niemand die Nerven verliert.

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

Die Geldmarktquote blieb über das Quartal unverändert. Die Liquidität dient als Ausgleichsgefäss und Risikopuffer zwischen den anderen Anlageklassen, bleibt aber weiterhin ohne Rendite.

Obligationen

Auch im dritten Quartal hat sich der weltweite Renditerückgang fortgesetzt. Bestehenden Positionen hat das Kursgewinne beschert, gleichzeitig aber die Aufgabe weiter erschwert, neu verfügbares Geld überhaupt noch halbwegs sinnvoll investieren zu können. Wir haben keine aktive Veränderung an den Beständen in die Wege geleitet und sind in diesem Bereich weiterhin untergewichtet.

Seit Anfang Jahr haben sich die Renditen zehnjähriger Staatsobligationen durchs Band ermässigt:

	Dez. 2018	Sept. 2019	Veränderung
Europa	0.24 %	-0.70 %	-392 %
Grossbritannien	1.28 %	0.48 %	-63 %
Japan	0.05 %	-0.21 %	-520 %
Schweiz	-0.25 %	-0.76 %	-204 %
USA	2.68 %	1.50 %	-44 %

Aktien Schweiz

In Schweizer Dividendenpapieren sind wir nach wie vor neutral gewichtet. Das Direktanlage-Portfolio «Swiss Stock Portfolio» (SSP) hat in den ersten neun Monaten inkl. Dividenden eine Performance von 18,3 % erzielt. Der Swiss Performance Index (SPI) liegt mit 24,4 % vorne, wobei beim SPI zu sagen ist, dass allein das Indexschwergewicht Nestlé rund einen Drittel zu dieser Performance beigetragen hat. Ansonsten ist unsere Konzentration auf den langfristig erfolgreichen Anlagestil «Value» (mehr dazu im Abschnitt «Aktien Europa») für die Differenz verantwortlich. Seit 2012 beläuft sich die durchschnittliche jährliche Performance des aus rund 20 Aktien bestehenden SSP auf

Werte bewirtschaften.

**Exakte, sorgfältige
Analyse steigert den
Ertrag.**

15,5%, womit die mittlere Benchmark-Performance von 11,3 % deutlich übertroffen wurde.

Seit 2012 hat diese Strategie eine kumulierte Gesamtperformance von 206 % erreicht, der Index eine von «nur» 129%. In den SSP-Zahlen sind Transaktionskosten abgezogen. Dagegen sind im Vergleichsindex keine Kosten angefallen. Das auf dem SSP basierende Zertifikat «Strategy Certificate linked to the SIM-Swiss Stock Portfolio Basket» (Valor: 36524524, ISIN: CH0365245247) weist seit Anfang Jahr eine Performance von 16,3 % auf.

Kurs/Buchwert und Dividendenrendite

wichtiger Aktienmärkte:

	Kurs/ Buchwert	Div. Rendite
SPI Index	2.2	2.9%
DJ STOXX 600 Index	1.9	3.7%
MSCI AC Asia ex Japan	1.4	2.7%
MSCI Japan	1.2	2.5%
MSCI USA	3.4	1.9%
MSCI AC Welt Index	2.4	2.5%

Quelle: Bloomberg. MSCI-Indizes sind Net Total Return.

Aktien Europa

Das europäische Direktanlage-Portfolio «European Stock Portfolio» (ESP) weist für die ersten neun Monate eine Performance von 9,8% auf. Der Dow Jones Stoxx 600 Index hat im gleichen Zeitraum einen Gesamtwertzuwachs (Kursveränderungen plus Ausschüttungen) von 19,5% erreicht. Langfristig ist die Outperformance der ESP-Selektion intakt. Seit 1993 hat das ESP im Durchschnitt pro Jahr 8,2% gebracht, verglichen mit 6,9% für die 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 rund 793%, die der Benchmark auf rund 543%.

Der Anlagestil Value (werthaltige Aktien), welchen wir im ESP sowie im SSP (siehe «Aktien Schweiz») pflegen, blieb gegenüber den Wachstumsaktien (Growth) auch im dritten Quartal etwas zurück. Dass die Performance dieser beiden unterschiedlichen Investitions-Ansätze auseinanderklafft, ist nicht aussergewöhnlich. In der Vergangenheit konnte immer wieder beobachtet werden, dass in gewissen Phasen Growth-Titel, in anderen Phasen dagegen Value-Titel die Nase vorne hatten.

Wir sind überzeugt, dass es Sinn ergibt, dem Value-Stil die Treue zu halten, zumal Value-Aktien gegenüber ihren Pendanten im Segment Growth

deutlich günstiger bewertet sind und Nachholpotenzial haben. Zudem legen wir in unserem Ansatz jetzt ein noch grösseres Augenmerk auf Unternehmen mit ausgeprägt hoher Dividenden-Ausschüttung bei gleichzeitig solider Finanzkraft.

Momentan zeigt sich die Bewertungsdiskrepanz zwischen Wachstum und Werthaltigkeit ausgeprägt. So beträgt beispielsweise das durchschnittliche Kurs-/Gewinn-Verhältnis (KGV, englisch P/E) des MSCI Europe Growth Index aktuell stolze 23,8. Im MSCI Europe Value Index sind es lediglich 12,7. Während das Kurs-/Buchwert-Verhältnis (price/book) bei den Wachstumsaktien auf luftigen 3,7 steht, kommt es bei den werthaltigen Titeln im Durchschnitt nur auf moderate 1,2 zu stehen. Auch der Blick auf die Dividenden-Renditen offenbart eine grosse Differenz: 2,3% jährliche Rendite bei den Wachstums-Aktien stehen 5,5% im Falle der werthaltigen Titeln gegenüber.

Selbst im Vergleich mit dem allgemeinen Index ohne stilspezifische Ausrichtung zeigt sich, dass das Value-Segment in verschiedenen fundamentalen Kennzahlen günstiger bewertet ist als der Gesamtmarkt. Mehr zum Thema Value finden Sie auf unserer Webpage www.salmann.com im Medien-Bereich des Investment-Blogs unter dem Titel «Value Investing funktioniert nicht immer, aber immer wieder». Gerne senden wir Ihnen auf Wunsch auch eine gedruckte Version dieses Artikels zu.

Aktien USA

Amerikanische Aktien belegen in der Rangliste der Neun-Monats-Performance den zweiten Platz. Trotz hohen Wellen und tückischen Strömungen (Drohung eines Amtsenthebungsverfahrens gegen den Präsidenten, Handelsstreit mit China, brenzlige Situation im Nahen und Mittleren Osten) hält der Supertanker Amerika unbeirrt seinen Kurs durch die aufgewühlte See. An der Gewichtung der US-Titel haben wir nichts verändert, womit die leichte Übergewichtung beibehalten wurde.

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

	Dez. 2018	Sept. 2019	Veränderung
SPI Index	17.5	19.2	9.7%
DJ STOXX 600 Index	15.5	18.8	21.3%
MSCI AC Asia ex Japan	12.1	14.1	16.5%
MSCI Japan	11.5	13.9	20.9%
MSCI USA	16.8	20	19.0%
MSCI AC Welt Index	15.6	18.6	19.2%

Quelle: Bloomberg. MSCI-Indizes sind Net Total Return.

Aktien Asien (ohne Japan)

Asiatische Aktien kamen im dritten Quartal unter Druck. Die sich verlangsamende Weltkonjunktur und der feste US-Dollar (welcher den Schuldendienst der oft in Dollar verschuldeten asiatischen Unternehmen das Leben erschwert) sowie die brenzlige Situation in Hongkong lagen den Investoren auf dem Magen. Für das dreiviertel Jahr beträgt die Index-Performance 5,7%, der von uns in diesem Bereich eingesetzte Aberdeen Asia Pacific (ex Japan) Fonds vermochte diese Performance deutlich zu übertreffen. Die Gewichtung der asiatischen Titel wurde im Berichtszeitraum nicht verändert.

Aktien Japan

Im Gegensatz zum restlichen Asien machte Japan eine gute Figur und seinem Übernahmen «Land der aufgehenden Sonne» alle Ehre. Der MSCI Japan Index rückte im dritten Quartal um 3,5% vor und erreichte für das laufende Jahr eine Performance von 9,5%. Wir sind in japanischen Aktien, welche fundamental gesehen nach wie vor zu den günstigsten aller Industrienationen zählen, unverändert neutral gewichtet.

Alternative Anlagen

Langsam, aber stetig entwickeln sich dieses Jahr auch die Hedge Funds. Deren globaler Index rückte im Quartal um 1,6% vor und steht für 2019 nun bei einer Gesamtperformance von 5,9% (in US-Dollar). Die von uns eingesetzten Instrumente dieses Bereichs weisen in Dollar gemessen durchs Band eine noch etwas höhere Rendite auf. An den Positionen haben wir nichts verändert.

Edelmetalle

Gold hat nahtlos an die gute Performance des zweiten Quartals angeknüpft und ist weiter nach oben geklettert. Der fortschreitend Zinsrückgang beziehungsweise die Ausdehnung der negativen Verzinsungen hat das Edelmetall als Alternative zunehmend salonfähig gemacht. Dem Vernehmen nach stocken auch Notenbanken Goldbestände auf, um ihre Devisenreserven zu diversifizieren. Last but not least scheint Gold mit Blick auf die zahlreichen Unruheherde und das grosse Konfliktpotenzial als Sicherheitselement zunehmend geeignet zu sein. Unsere Positionen sind im dritten Quartal unverändert geblieben.

Unsere Asset Allokation zusammengefasst:

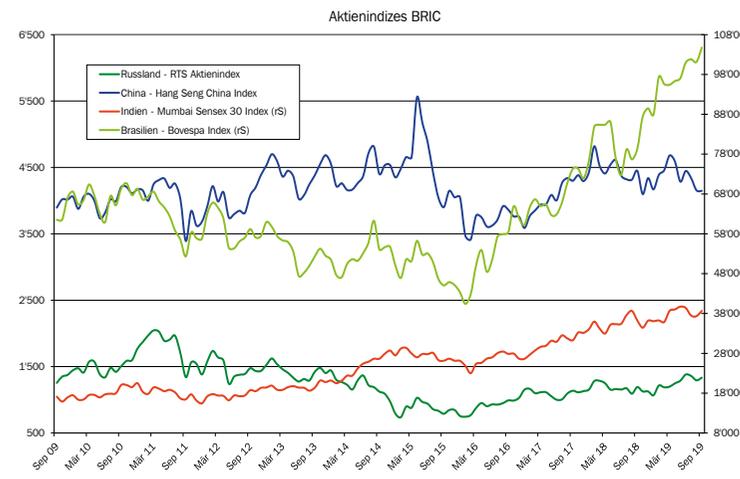
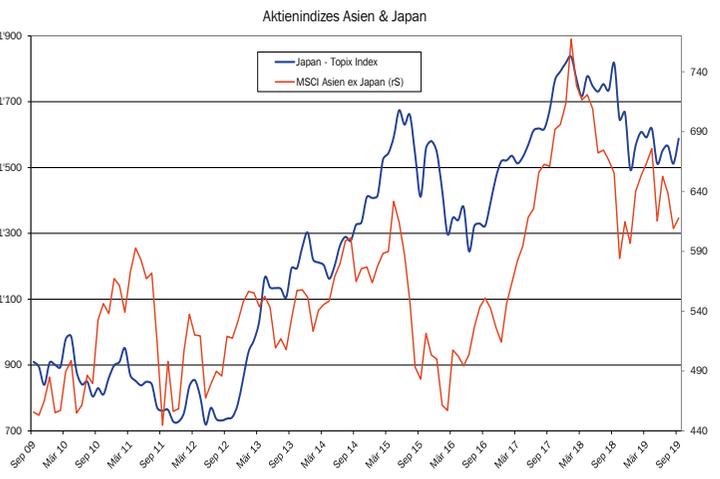
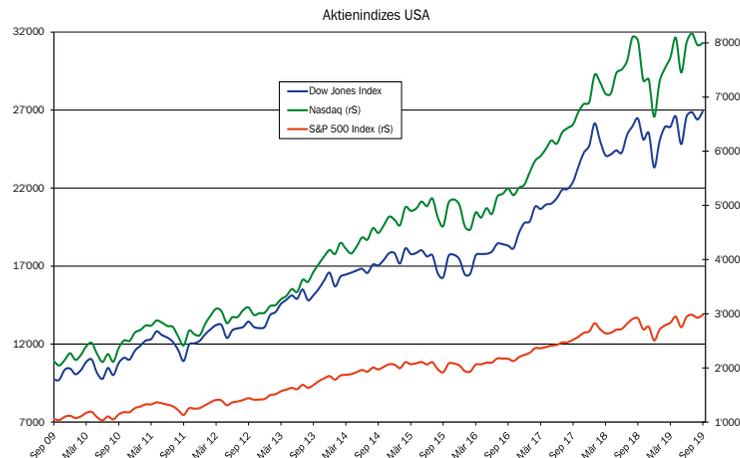
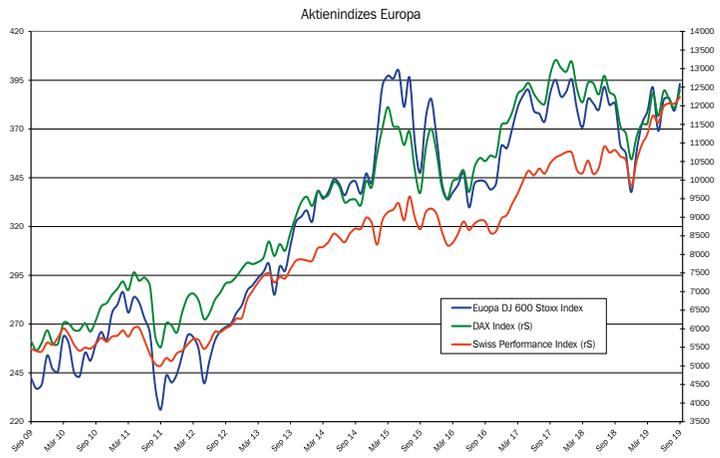
Anlagekategorie	
Geldmarkt	übergewichtet
Obligationen	untergewichtet/ kurze Duration
Aktien Schweiz	neutral
Aktien Europa	neutral
Aktien USA	übergewichtet
Aktien Asien	neutral
Aktien Japan	neutral
Edelmetalle	übergewichtet
Alternative Anlagen	übergewichtet

Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.

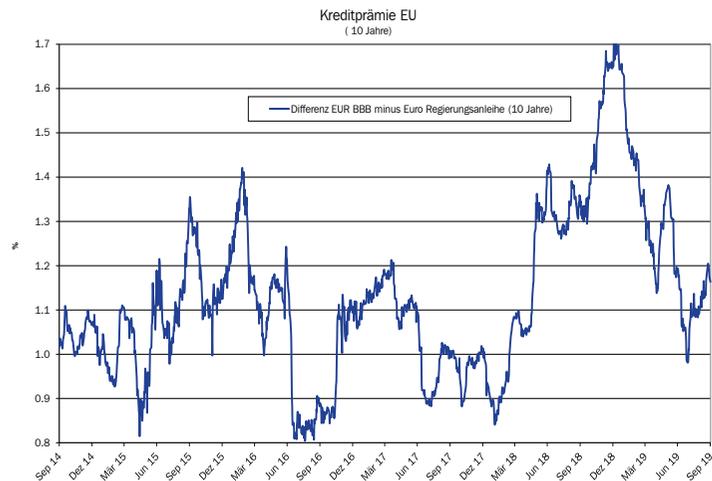
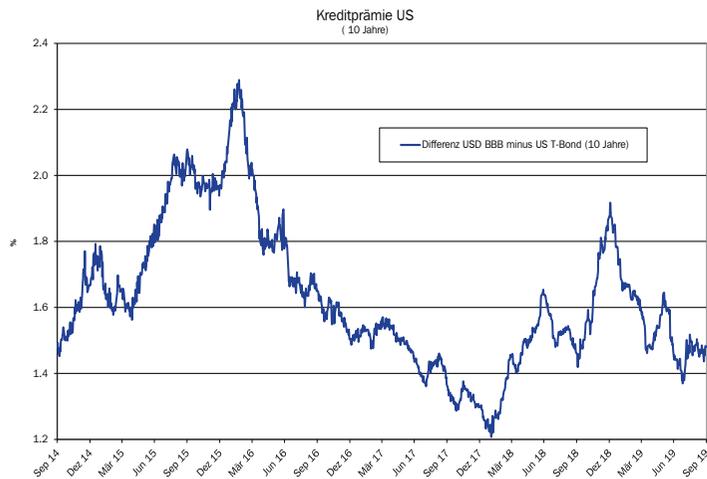
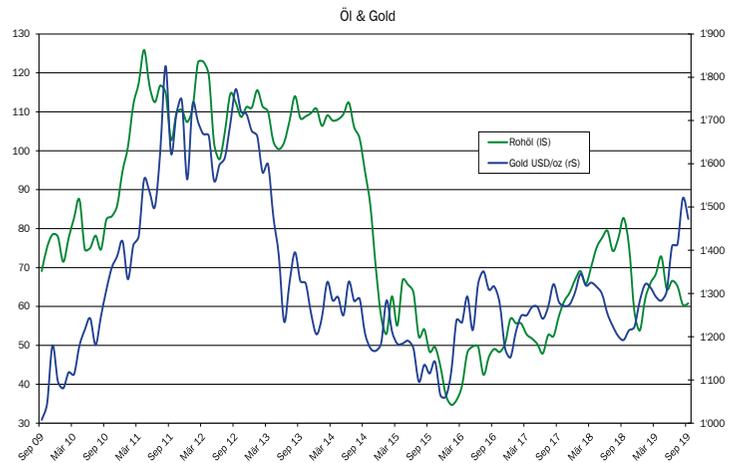
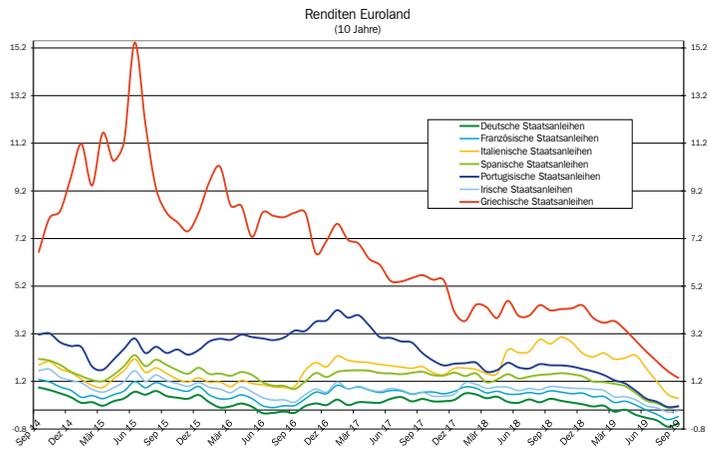
Werte leben.

**Vermögensverwaltung
ist Vertrauenssache.**

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 viele goldene Herbsttage 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

