

## Frühlingserwachen

Nicht nur meteorologisch war der Winter in Mitteleuropa kurz und gnädig. Auch an den Finanzmärkten machten sich Frost und Schnee weitgehend rar. Entsprechend früh hat überall das Frühlingserwachen eingesetzt. Selbst die scheinbar im ewigen Eis gefangene Wirtschaftsentwicklung erlebt mittlerweile ein Tauwetter.

### Konjunkturbild wird heller

Gegenüber dem vergangenen Jahr wird sich das Wachstum 2014 und darüber hinaus aller Voraussicht nach beschleunigen. Das gilt auch in Europa. In den meisten europäischen Ländern, inzwischen auch in Frankreich, notieren die Einkaufsmanager-Indizes (PMI) jetzt auf über 50 Zählern. Das bedeutet eine expandierende industrielle Tätigkeit. Auch Nordamerika, Japan und Indien spielen zurzeit in dieser Liga.

Gemäss den vom britischen Wirtschaftsmagazin „The Economist“ befragten Ökonomen (siehe Tabelle unten) steigt das Brutto-Inland-Produkt (BIP) in allen wichtigen Industrienationen. Erfreuliche Zuwachsraten dürfte es dabei insbesondere in den USA und Grossbritannien (Durchschnittsschätzung +2,8%), Australien und Kanada (+2,6 bzw. +2,3%) sowie in Schweden und der Schweiz (+2,3 bzw. +2,1%) geben. Dagegen wird die Erholung in Ländern wie Frankreich, Spanien und Italien mit Werten um 0,8% oder darunter eher zaghafte ausfallen und die gesamte Euro-Zone im Mittel nur gerade um ein gutes Prozent vorwärts rücken lassen. Diese Prognosen decken sich mit unseren Erwartungen.

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

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

Für 2015 sehen die Economist-Auguren eine weitere Beschleunigung des Wachstums, sogar für die von Problemen geplagten Ländern der europäischen Peripherie. Dort zeichnen sich zudem Verbesserungen in den staatlichen Haushalten ab. Die Sparanstrengungen dieser Länder zeigen nun die erhofften Resultate. Griechenland und Italien haben es geschafft, 2013 erstmals seit Jahren wieder einen Überschuss in ihren primären Haushalten (Staatshaushalt vor Zinszahlungen) zu erzielen.

### Zinswende in Sicht?

Die Inflation wird 2014 kein Problem darstellen, im Gegenteil. Das Problem scheint je länger je mehr das Fehlen von Inflation zu sein. Noch immer spukt das Deflationsgespenst auf dem Dachboden herum. Das erleichtert den Notenbanken zwar ihre momentan vordringlichste Aufgabe, das noch zarte Konjunkturpflänzlein weiterhin mit flüssigen Mitteln zu sehr günstigen Konditionen zu hegen und zu pflegen, birgt aber längerfristig andere, grössere Gefahren. Die Zentralbanken in der westlichen Hemisphäre werden alles unternehmen, um die Zinsen so lange wie möglich tief zu halten. Dies mit dem Ziel, die Wirtschaft weiter anzukurbeln und letztlich eine gefährliche Deflation zu vermeiden.

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

|                 | <u>Dez. 2013</u> | <u>März 2014</u> | <u>Veränderung</u> |
|-----------------|------------------|------------------|--------------------|
| Europa          | 1,9%             | 1,6%             | -16%               |
| Grossbritannien | 3,0%             | 2,7%             | -10%               |
| Japan           | 0,7%             | 0,6%             | -14%               |
| Schweiz         | 1,1%             | 1,0%             | -9%                |
| USA             | 3,0%             | 2,7%             | -10%               |

Am kurzen Ende der Kurve (d.h. auf Zinssätzen bis zwölf Monate Laufzeit) scheint dies zu gelingen. In den längerfristigen Sätzen sind und werden aber die Inflations- und Wachstumserwartungen die treibenden Kräfte bleiben. So werden die Zinsen dort in Erwartung einer immer besser werdenden Konjunktur irgendwann zu steigen beginnen. Nach den jüngsten Aussagen der neuen US-Notenbankchefin, Janet Yellen, könnte dies in den Vereinigten Staaten nun früher als bisher erwartet der Fall sein, nämlich bereits ab Frühjahr/Sommer 2015.

Bei Obligationen macht sich Sorglosigkeit breit

Für Anlegerinnen und Anleger, welche schwergewichtig auf festverzinsliche Wertpapiere setzen, sind das keine guten Nachrichten. Steigende Zinssätze werden die bestehenden alten Obligationen mit den tiefen Coupons an der Börse unter Druck bringen. „How would you like your losses, Ladies and Gentlemen?“ ist hier die Frage, mit der die Inhaber von Anleihen daher vielleicht früher als bisher erwartet konfrontiert werden.

An den Märkten läuft indessen die Jagd nach Rendite unverändert auf Hochtouren und eine gewisse Sorglosigkeit macht sich breit. Renditen im niedrigen einstelligen Bereich sind für AnlegerInnen auf mittlere und längere Sicht nicht attraktiv. Vor allem im Bereich der qualitativ hoch stehenden Staatsanleihen sehen wir keine Kaufmöglichkeiten mehr, im Gegenteil. Es ist zu befürchten, dass sich hier eine grosse Blase gebildet hat.

Für Anleger, die investieren müssen, gilt: Obligationen nur punktuell und dort kaufen, wo es unvermeidlich ist. Unternehmensobligationen sind zu bevorzugen, und hier wiederum ist die Kreditqualität möglichst am unteren Ende des Spektrums ins Auge zu fassen, um etwas mehr Rendite zu erhalten. Mit der sich graduell verbessernden Konjunkturlage dürfte das generelle Ausfallrisiko im Moment eher ab- als zunehmen. Die Duration sollte auf jeden Fall möglichst tief gehalten werden. Restlaufzeiten von mehr als fünf Jahren meiden wir.

Aktienanlagen werden anspruchsvoller

An den Aktienbörsen gab es im ersten Quartal einen ersten Vorgeschmack, dass 2014 ein anspruchsvolleres Börsenjahr als 2013 werden könnte, am Quartalsende dominierte aber wieder grün. Nach fünf Jahren Boom erstaunt das nicht sonderlich. Die Börsen sind anfälliger geworden. Die negativen Nachrichten werden nicht mehr so einfach weggesteckt.

Auf der anderen Seite ist es befremdlich, mit welcher Gelassenheit die Börsen auf die Annexion der Krim durch Russland reagiert haben. Öl und Gold, sonst stets gute Seismographen für politische Spannungen, haben nur kurz ausgeschlagen und sind gleich darauf wieder in den Ruhezustand zurückgefallen. Auch die Aktienmärkte sind – mit Ausnahme von Moskau (-15% in Franken umgerechnet im 1. Quartal) – bisher nicht nachhaltig aus dem Tritt geraten. Ob dieses Verhalten ein gutes oder schlechtes Omen ist, muss die Zukunft zeigen.

Entwicklung der **Aktienmärkte seit Anfang Jahr:**

|                |                | Dez. 2013 | März 2014 | Veränderung <sup>1</sup> |
|----------------|----------------|-----------|-----------|--------------------------|
| Asien ex Japan | DJ STOXX A/P   | 506,4     | 518,9     | 2,5%                     |
| Deutschland    | DAX            | 9'552,2   | 9'555,9   | 0,0%                     |
| Europa         | DJ STOXX 600   | 328,3     | 334,3     | 1,8%                     |
| Japan          | TOPIX          | 1'302,3   | 1'202,9   | -7,6%                    |
| Schweiz        | SPI            | 7'838,0   | 8'202,2   | 4,6%                     |
| USA            | S & P 500      | 1'848,4   | 1'872,3   | 1,3%                     |
| Welt           | MSCI Weltindex | 408,6     | 411,0     | 0,6%                     |

Die fundamentalen Bewertungen haben sich im zurückliegenden Dreimonatszeitraum zwar leicht verbilligt. Die Zeiten der sehr günstigen Aktien sind aber vorbei. Von einer generellen Überbewertung kann indes ebenso wenig gesprochen werden. Gemessen am Fed-Modell, welches die Aktienbewertung in Relation zu den Zinssätzen setzte, bleiben die meisten Märkte im grünen Bereich.

Auch aus technischer Sicht präsentiert sich das Bild positiv. Aktuell befindet sich etwa der Weltaktienindex MSCI World über seinen gleitenden Durchschnitt (Moving averages) für 20, 90 und 200-Tage. Das Gleiche gilt für SPI (Schweiz), S&P-500 (USA), Stoxx-600 (Europa) und Topix (Japan). Andere technische Indikatoren signalisieren ebenfalls, dass die zyklische Hausse noch nicht zu Ende ist. Die Volatilität ist an allen Märkten sehr tief und dürfte im Laufe des Jahres eher anziehen. Temporäre Rückschläge sind jederzeit möglich und die Wahrscheinlichkeit, dass es zu solchen kommt, hat weiter zugenommen.

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:** Die taktische Geldmarktquote hat sich im ersten Quartal kaum verändert. Sie liegt bei rund 10% Portfolioanteil. Durch geplante Verkäufe bei den Aktien (siehe Abschnitte Aktien Schweiz und Europa) werden die liquiden Mittel im zweiten Quartal

<sup>1</sup> Indexentwicklung in lokaler Währung. Ausnahmen Asien ex Japan und Welt in USD.

voraussichtlich etwas zunehmen. Nach heutigem Planungsstand wird dies nur temporär sein, evaluieren wir im Moment doch verschiedene Investitionsmöglichkeiten. Darüber hinaus spielen flüssige Mittel in einem diversifizierten Portfolio stets auch eine wichtige Rolle als Risikopuffer gegen die Wertschwankungen in anderen Anlagekategorien. Sie sind nie nur als Geld zu betrachten, das herum liegt, sondern stets bewusst als ein Baustein des ganzen Portfolios.

**Aktien Schweiz:** Nachdem wir Aktien 2013 grösstenteils übergewichtet gehalten hatten, haben wir nun beschlossen, die globale Aktienquote in einem ausgewogenen Portfolio auf eine nahezu neutrale Gewichtung von 51% zurückzufahren. Dies entspricht einem Abbau von rund acht Prozentpunkten. Umgesetzt wird das durch den Abbau von schweizerischen und europäischen Aktien, wo wir zuletzt deutlich übergewichtet waren. Die Anpassungen werden zusammen mit der jährlichen Ausbalancierungen der Direktanlageportfolios „Swiss Stock Portfolio, SSP“ und „European Stock Portfolio, ESP“ stattfinden und Schweizer Aktien auf 25,7% eines ausgewogenen Portfolios bringen.

Apropos Direktanlagen: Das erwähnte „Swiss Stock Portfolio“ legte im ersten Quartal 4,6% zu und bewegt sich damit auf Augenhöhe mit seinem Vergleichsindex SPI Total Return (inkl. Dividenden). Seit 2010 hat es eine annualisierte Performance von 10,1% erreicht und damit die Benchmark um jährlich 0,8% geschlagen.

Die **von uns eingesetzten Aktienfonds** haben seit Jahresbeginn die folgenden Renditen erzielt<sup>2</sup> und ihre Vergleichsindizes teilweise deutlich geschlagen:

|                                            |              |
|--------------------------------------------|--------------|
| Aberdeen Asia Pacific (USD)                | <b>2,3%</b>  |
| JB Japan Stock Fund (CHF hedged)           | <b>-4,9%</b> |
| JB Japan Stock Fund (€ hedged)             | <b>-4,9%</b> |
| iShares MSCI Japan ETF (€ hedged)          | <b>-8,6%</b> |
| Performa Asian Equities (USD)              | <b>-1,1%</b> |
| Black Rock Swiss Small & Midcap Opp. (CHF) | <b>7,8%</b>  |
| Raiffeisen Futura Swiss Stocks (CHF)       | <b>5,6%</b>  |
| CIIM European Stock Portfolio (EUR)        | <b>0,9%</b>  |
| Performa European Equities (EUR)           | <b>7,0%</b>  |
| Performa US Equities (USD)                 | <b>1,5%</b>  |
| Perkins US Strategic Value (USD)           | <b>2,3%</b>  |

<sup>2</sup> Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg oder jeweilige Fondsgesellschaft.

**Aktien Europa:** Europäische Dividendenpapiere stehen nach der geplanten Reduktion der bisherigen Übergewichtung neu mit 6,7% zu Buche. Das Direktanlage-Portefeuille „European Stock Portfolio (ESP)“ hat einen Blitzstart hingelegt und seit Neujahr eine Gesamtpformance (Kursentwicklung plus Dividenden) von 5,9% erbracht. Damit hat es sowohl den MSCI Europe Index (+2,2%) wie auch den Dow Jones Stoxx 600 Index (+2,4%) deutlich geschlagen.

**Andere von uns eingesetzte Fonds** entwickelten sich wie folgt<sup>3</sup>:

|                                             |             |
|---------------------------------------------|-------------|
| Acatis IfK Value Renten Fond (EUR)          | <b>2,1%</b> |
| Acatis IfK Value Renten Fond (CHF)          | <b>1,9%</b> |
| BlueBay High Yield Bond Fund (EUR)          | <b>3,2%</b> |
| Lyxor ETF Euro Corp. Bond Fund (EUR)        | <b>1,8%</b> |
| New Capital Wealthy Nations Bond Fund (EUR) | <b>2,8%</b> |
| New Capital Wealthy Nations Bond Fund (CHF) | <b>2,7%</b> |
| New Capital Wealthy Nations Bond Fund (USD) | <b>2,9%</b> |
| Pictet CH-CHF Bond Fund                     | <b>1,9%</b> |

**Aktien USA:** Fundamental gesehen sind die Dividendenpapiere an der Wall Street etwas teurer bewertet als europäische. Allerdings zeigt die USA eine grössere Wirtschaftsdynamik als die alte Welt, nicht zuletzt auch dank der Reindustrialisierung ihres Heimatlandes. „Made in America“ ist wieder auf dem Vormarsch und treibt die Börse an. Wir haben an der Allokation US-amerikanischer Aktien in den Depots nichts verändert. Der aktuelle Anteil beläuft sich auf gut 9%.

**Aktien Asien (ohne Japan):** Die asiatischen Aktienbörsen haben im ersten Quartal 2014 zwar keine dicken Stricke zerrissen, sich aber mehrheitlich ansprechend gehalten. Die Angst vor einem scharfen Konjunkturunbruch in China scheint etwas abzuflauen. Wir haben an der Allokation nichts verändert und sind in Asien mit 4,9% Anteil leicht übergewichtet investiert. Rund 85% der Weltbevölkerung lebt in Schwellen- und Entwicklungsländern, die aber erst etwa 35% des weltweiten BIPs (kaufkraftbereinigt immerhin zirka 50%) auf die Waage bringen. Nach wie vor stellen diese Länder - allen voran die asiatischen - ein riesiges Potenzial punkto Wirtschaftswachstum, steigendem

<sup>3</sup> Performance inkl. reinvestierte Ausschüttung, wo anwendbar.

Anteil am Welt-BIP und Wohlstandsgewinn dar. Dieses langfristige Potenzial ist an den Aktienmärkten noch nicht eingepreist.

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

|                       | <u>Dez. 2013</u> | <u>März 2014</u> | <u>Veränderung</u> |
|-----------------------|------------------|------------------|--------------------|
| DAX Index/DE          | 16,3             | 18,4             | <b>+13%</b>        |
| DJ STOXX 600 Index/EU | 21,6             | 20,1             | <b>-7%</b>         |
| MSCI Welt Index       | 17,9             | 17,0             | <b>-5%</b>         |
| S & P 500 Index/USA   | 17,4             | 17,3             | <b>-1%</b>         |
| SPI Index/CH          | 19,2             | 20,9             | <b>+9%</b>         |
| TOPIX Index/JPN       | 17,3             | 14,9             | <b>-14%</b>        |

**Aktien Japan:** Am Kabutocho haben die Kurse nach dem beispiellosen Höhenflug der vergangenen beiden Jahre im ersten Quartal 2014 erst einmal eine Atempause eingelegt und etwas nach unten korrigiert. Wir haben an der Gewichtung der japanischen Aktien im ersten Quartal nichts verändert und bleiben mit rund 4,4% Anteil bei einer neutralen Allokation.

Unsere **Asset Allokation zusammengefasst**<sup>5</sup>:

Anlagekategorien

|                             |                                                |
|-----------------------------|------------------------------------------------|
| Geldmarkt                   | übergewichtet                                  |
| Obligationen                | untergewichtet/kurze Duration                  |
| Aktien Schweiz              | übergewichtet, Rückstufung auf neutral pendent |
| Aktien Europa               | übergewichtet, Rückstufung auf neutral pendent |
| Aktien USA                  | neutral                                        |
| Aktien Asien                | übergewichtet                                  |
| Aktien Japan                | neutral                                        |
| Nicht traditionelle Anlagen | keine Position                                 |

<sup>4</sup> Quelle: Bloomberg

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

|                       | <u>Kurs / Buchwert</u> | <u>Div. Rendite</u> |
|-----------------------|------------------------|---------------------|
| DAX Index/DE          | 1,8                    | 2,8%                |
| DJ STOXX 600 Index/EU | 1,9                    | 3,4%                |
| MSCI Welt Index       | 2,1                    | 2,5%                |
| S & P 500 Index/USA   | 2,6                    | 1,9%                |
| SPI Index/CH          | 2,4                    | 2,8%                |
| TOPIX Index/JPN       | 1,2                    | 1,8%                |

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

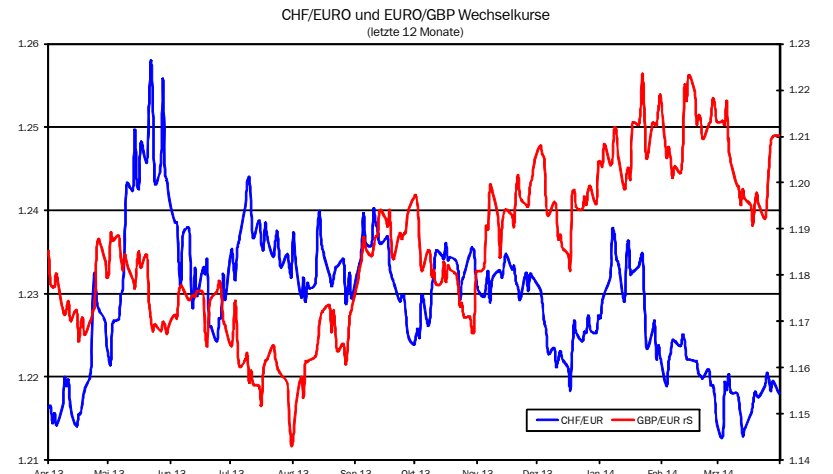
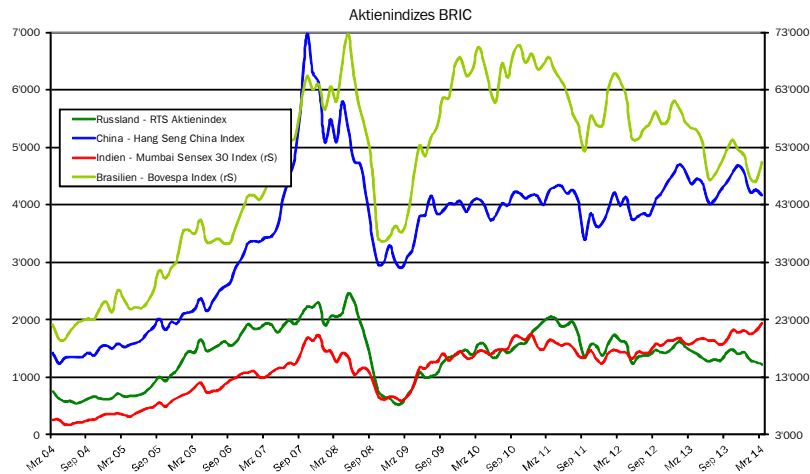
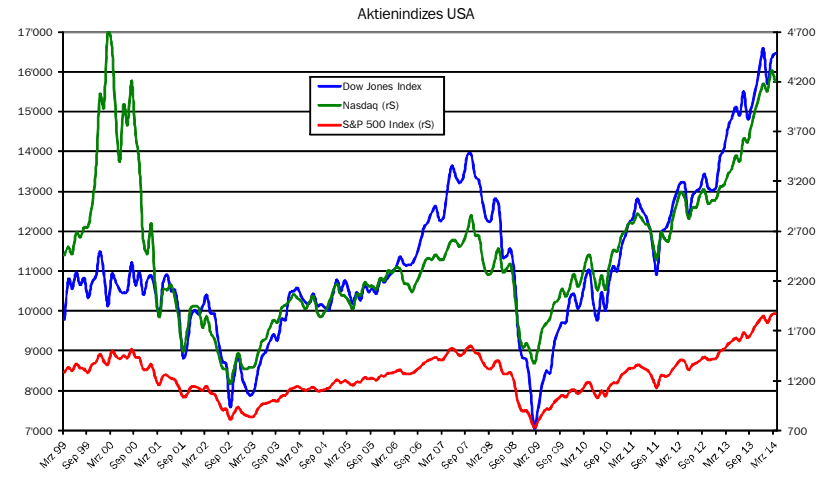
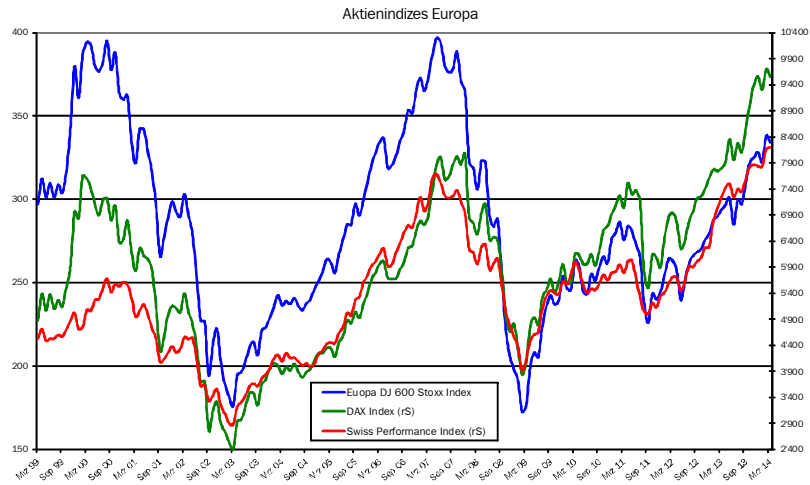
*Alfred Ernst*

Vaduz/Zürich, 31. März 2014

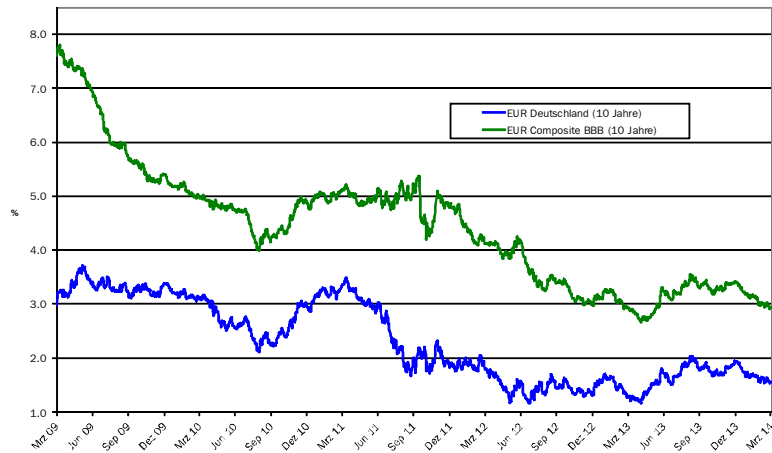
Rechtliche Hinweise

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

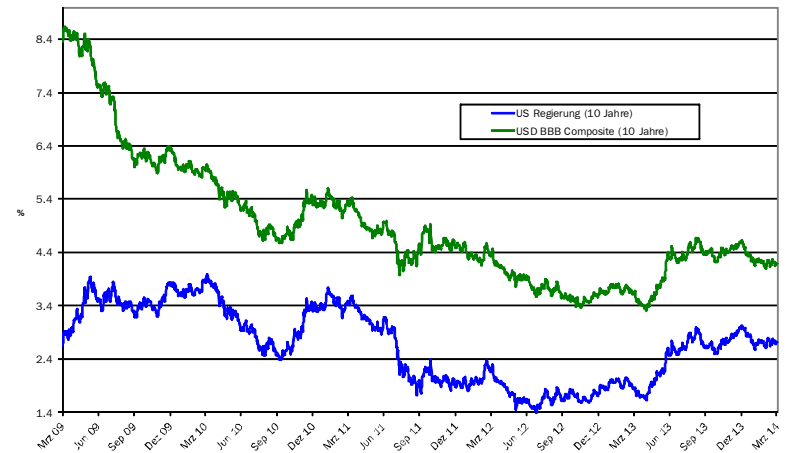
<sup>5</sup> Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.



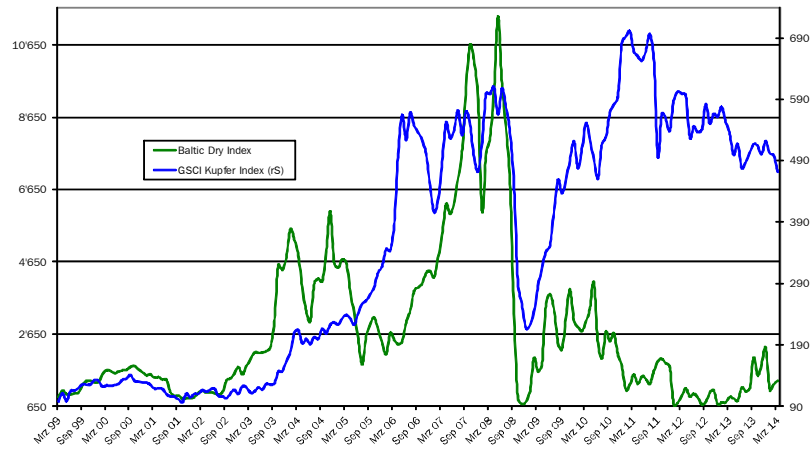
Bond Renditen Euro  
(10 Jahre)



Bond Renditen US  
(10 Jahre)



Frachtraten & Kupferpreise



Kreditprämie EU  
(10 Jahre)

