

---

## Kräfte sammeln für die nächste Berg-Etappe

Anlagebericht – 30. September 2018



## Kräfte sammeln für die nächste Berg-Etappe

Die Sommermonate verliefen an den Finanzmärkten vordergründig relativ ruhig. Die massgeblichen Aktienbörsen tendierten unter geringen Schwankungen seitwärts, so zum Beispiel die meisten europäischen, oder mehr oder weniger aufwärts, wie die Schweiz, Japan und die USA. Ein Rumoren ging von Schwellenländern wie der Türkei und Argentinien aus, sowie vom Gold, das ziemlich matt schimmerte. Festverzinsliche Papiere standen unter dem negativen Einfluss anziehender Zinsen. Der Wirtschaftsaufschwung verliert etwas Tempo, die Politik hält die Börsen weiter auf Trab.

Wirtschaftlich geht es der Welt gut. In den meisten Ländern wird das Bruttoinlandprodukt im laufenden Jahr zunehmen, die Arbeitslosigkeit sinkt und die Konsumenten sind guten Mutes. Zwar verliert die Konjunkturlokomotive im Moment etwas an Fahrt, aber insgesamt bleibt der Ausblick auch ins nächste Jahr hinein positiv.

Weniger rosig sieht es mit Blick auf die politische Landschaft aus. Der Handelskrieg zwischen den USA und China hat die Temperatur dieser Beziehung

Durchschnittliche **Wachstums- und Inflationsprognosen** der vom britischen Wirtschaftsmagazin «The Economist» im September befragten Ökonomen:

	Reales BIP Wachstum		Teuerung	
	2018	2019	2018	2019
China	6.6%	6.3%	2.1%	2.3%
Deutschland	2.0%	2.0%	1.8%	1.7%
Euroland	2.1%	1.8%	1.7%	1.6%
Grossbritannien	1.3%	1.4%	2.4%	2.1%
Japan	1.1%	1.2%	0.9%	1.2%
Schweiz	2.2%	1.9%	0.8%	0.9%
USA	2.9%	2.5%	2.5%	2.3%

in frostige Gefilde gedrückt. Grossbritannien und die EU marschieren in Sachen Brexit in eine ähnliche Richtung. Brüssel und Rom wetzten ob dem italienischen Haushaltsbudget die Klagen. Die Liste der innen- und aussenpolitischen Spannungsfelder liesse sich beliebig verlängern.

Dass nicht überall eitel Freude herrscht, ist mit ein Grund für die durchgezogene Entwicklung an den Finanzmärkten. Bei den Währungen gibt es denn auch den einen oder anderen Seismografen, der ausgeschlagen hat. Dazu zählt der Euro. Er hat sich im Laufe des vergangenen Quartals merklich abgeschwächt, während sich der Dollar aufgewertet hat.

### Zinsdifferenzen steigen

Natürlich spielt hier die Zinsdifferenz eine wichtige Rolle. Während die Fremdkapitalkosten in Amerika anziehen – Ende September hat die Notenbank (Federal Reserve, kurz Fed) die Leitzinsen erneut um ¼-Prozentpunkt auf nun 2,25% erhöht – verharren sie in der Euro-Zone im Keller. Darüber hinaus belasten eben auch die politischen Sorgen, jüngst etwa um die Türkei und Italien.

Im Fall der Türkei fürchtet man sich einerseits vor einem Überschwappen der Krise auf andere

Länder. Vor allem französische, italienische und spanische Banken haben Kredite an die Türkei und – mehr noch – an türkische Banken und Unternehmen ausstehend. Mit dem Lira-Zerfall wird es für die Schuldner schwieriger, Zinsen und Rückzahlungen in den ausländischen Währungen, in welchen diese Kredite zu grossen Teilen ausgestellt sind, zu stemmen. Auf der anderen Seite neigen Anlegerinnen und Anleger in schwierigeren Zeiten generell dazu, ihre Mittel in Richtung sichere Häfen zu dirigieren.

### Entwicklung der Aktienmärkte seit Anfang 2018:

		Dez. 2017	Sept. 2018	Veränderung
Asien ex Japan	DJ STOXX A/P	538.7	509.3	-5.5%
Deutschland	DAX	12'917.6	12'246.7	-5.2%
Europa	DJ STOXX 600	389.2	383.2	-1.5%
Japan	TOPIX	1'817.6	1'817.3	0.0%
Schweiz	SPI	10'751.5	10'807.8	0.5%
USA	S & P 500	2'673.6	2'914.0	9.0%
Welt	MSCI Welt Index	513	524.3	2.2%
Hedge Funds	HFRX Global HF	1'275.5	1'259.9	-1.2%

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

Werte entdecken.

**Gefragt sind Flexibilität und Kreativität.**

Auch das Bel Paese «verteidigt» hartnäckig einen vorderen Platz auf dem Angst-Barometer. Der Plan, das Staatshaushaltsdefizit zur Finanzierung von Steuerausfällen sowie besseren Renten auszubauen und damit eine höhere Staatsverschuldung in Kauf zu nehmen, beunruhigt Brüssel und die Märkte. Wie das im Detail noch festzulegende Budget 2019 mit einem Fehlbetrag von 2,4% des Bruttoinlandprodukts bei der EU-Kommission ankommen wird, bleibt abzuwarten. Es darf aber heute schon spekuliert werden, dass es in Brüssel gar keine Begeisterung auslösen wird. Einen weiteren Anstieg der Verschuldung kann sich Italien

nicht leisten. Bereits heute betragen die Verbindlichkeiten über 130% des Bruttoinlandprodukts, was in der europäischen Rangliste der Schuldenmeister Platz zwei hinter Griechenland bedeutet.

Die Obligationenmärkte haben sich ihre Meinung bereits gebildet, wie der deutliche Anstieg der Renditen der 10-jährigen italienischen Staatsanleihen auf 3,14% illustriert. Noch aussagekräftiger ist die Ausweitung der Renditedifferenz (Spread) zu den deutschen Bundesanleihen. Aktuell muss das mit einem Kreditrating von BBB bewertete Italien für 10-jährige Schuldverschreibungen 2,63 Prozentpunkte mehr zahlen als das mit AAA bewertete Deutschland. Das ist fast doppelt so viel wie das nächstplatzierte Portugal und nur einen Prozentpunkt weniger als Spitzenreiter Griechenland.

Auch in den USA haben sich die Renditen festverzinslicher Papiere weiter erhöht, allerdings aus einem besseren Grund. Der Wirtschaftsaufschwung dauert an. Der Arbeitsmarkt zeigt sich in Hochform. Die Zahl der Erstanträge für Arbeitslosenunterstützung ist abermals gesunken, die Zahl der wöchentlichen Arbeitsstunden gestiegen. Es herrscht faktisch Vollbeschäftigung, was sich u. a. in schneller steigenden Löhnen bemerkbar macht. Viele Unternehmen bekunden Mühe, geeignetes Personal zu rekrutieren. Die Konsumenten sind in Spendierlaune, die Inflation zieht an.

Seit Anfang Jahr sind die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** gestiegen:

	Dez. 2017	Sept. 2018	Veränderung
Europa	0.43%	0.47%	9%
Grossbritannien	1.19%	1.57%	32%
Japan	0.05%	0.13%	160%
Schweiz	-0.15%	0.04%	127%
USA	2.41%	3.06%	27%

Die jüngste Leitzinserhöhung erstaunt daher nicht. Darüber hinaus hält das Fed an seiner Absicht fest, im laufenden und im kommenden Jahr weiter an der Zinsschraube zu drehen. Laut der Taylor-Regel, eine nach einem gleichnamigen amerikanischen Ökonomen benannte Formel zur Schätzung des korrekten Leitzinssatzes, müsste dieser Fed-Funds-Satz bereits heute über 6% notieren.

#### Problemzone Schwellenländer-Schulden

Was könnte den Zinsauftrieb brechen? Im Moment wohl nur eine ausgeprägte Krise, die sich etwa in den Schwellenländern als Folge des Dollar-Auftriebs bemerkbar machen könnte. Der «Bank Credit Analyst», ein unabhängiges kanadisches Research-Institut, bezeichnet in diesem Zusammenhang die auf Dollar lautenden Schulden solcher Nationen als tickende Zeitbombe.

Diese stehen heute in Relation zur wirtschaftlichen Gesamtleistung wie auch zu den Exporten dieser Länder wieder auf dem hohen Niveau der späten 1990er-Jahre. Damals lösten die Einbrüche lokaler Währungen (allen voran der thailändischen) gegenüber dem Greenback zuerst in Thailand, Indonesien und Südkorea und später global wirtschaftliche Turbulenzen und eine Baisse an

den Börsen aus, welche als «Asien-Krise» in die Geschichte eingegangen ist.

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

Aberdeen Asia Pacific (USD)	-6.0%
Swiss Rock Emerging Markets Equities (USD)	-6.7%
GAM Japan Stock Fund (CHF hedged)	-0.5%
GAM Japan Stock Fund (€ hedged)	-0.6%
Strategy Certificates SIM-Swiss Stock Portfolio Basket	0.1%
iShares Stoxx Europe 600 ETF (€)	1.4%
Performa European Equities (€)	0.6%
Performa US Equities (USD)	28.0%

Performance in Fondswährung. Quelle: Bloomberg oder jeweilige Fondsgesellschaft.

#### Fazit: Aktien attraktiver als Obligationen

Nach der Konsolidierung der vergangenen Monate beurteilen wir Aktien attraktiver als Obligationen und halten in ausgewogenen Portfolios erstere somit leicht über- und letztere untergewichtet. Der Zinsauftrieb in den USA wird sich fortsetzen. Dagegen dürften die Fremdkapitalkosten in Europa abgesehen von einzelnen Ausnahmen noch tief bleiben.

#### 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 Geldmarkt-Quote nimmt als Folge eines geplanten Fonds-Kaufs (siehe Aktien USA) nun leicht ab. Während des vergangenen Quartals war sie stabil auf dem Niveau einer leichten Übergewichtung.

#### Obligationen

Der Dreimonatszeitraum war für Obligationäre abermals mühsam. Ein leichter Aufwärtstrend der Renditen hat auf die Kurse der bestehenden Positionen gedrückt, ohne dass damit das Umfeld für Neuanlagen wirklich attraktiver geworden wäre. Eine Ausnahme bildet der Dollar-Raum, wo wieder normalere Verhältnisse herrschen, sprich Zinsen bezahlt werden, welche diesen Namen verdienen. Aus diesem Grund haben wir für Portfolios der Referenzwährung Dollar die Hälfte der Goldposition veräussert und den Erlös in Unternehmensobligationen investiert. Ansonsten haben keine Veränderungen stattgefunden.

#### Andere von uns eingesetzte Fonds haben sich wie folgt entwickelt:

Acatis IFK Value Renten Fond (€)	-4.9%
Acatis IFK Value Renten Fond (CHF hedged)	-5.2%
BCV Liquid Alternative Beta (€ hedged)	-0.5%
BCV Liquid Alternative Beta (CHF hedged)	-0.8%
BCV Liquid Alternative Beta (USD)	1.6%
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (€ hedged)	0.5%
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (CHF hedged)	0.0%
Franklin Templeton K2 Alternative Strategies Fund (USD)	2.4%
Lyxor ETF Euro Corp. Bond Fund (€)	-0.6%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (€ hedged)	-4.0%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (CHF hedged)	-4.2%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (USD)	-1.9%
Pictet CH-CHF Bond Fund	-1.5%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (€ hedged)	-1.8%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (CHF hedged)	-2.0%
UBAM Corporate USD-Bonds (€ hedged)	-3.2%
UBAM Corporate USD-Bonds (CHF hedged)	-3.6%
ZKB ETF Gold (USD)	-9.5%

Performance inkl. reinvestierte Ausschüttung, wo anwendbar.

Werte spüren.

**Jeder Kunde ist  
Chef-Sache.**

### Aktien Schweiz

Schweizer Dividendenpapiere haben sich gemessen am Swiss Performance Index (SPI) im dritten Quartal mit einem Plus von 4,7% überdurchschnittlich gut entwickelt und die zur Jahresmitte konstatierte Delle ausgebügelt. Die Gewichtung hat in den vergangenen Monaten keine Änderung erfahren.

Im bisherigen Jahresverlauf beläuft sich die Gesamtperformance des Direktanlage-Portfolios «Swiss Stock Portfolio» (SSP) inkl. Dividenden auf 0,4%. Sie liegt damit hauchdünn unter dem Vergleichsindex SPI (Total Return), welcher mit einem Plus von 0,5% zu Buche steht. Seit 2010 beläuft sich die durchschnittliche jährliche Performance des SSP auf 11,7%, womit die mittlere Benchmark-Performance von 7,8% klar geschlagen wurde. Seit 2010 hat diese Strategie eine kumulierte Gesamtperformance von rund 162% 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) hat im dritten Quartal 4,1% zugelegt und sich damit für 2018 ebenfalls wieder über die Nulllinie auf eine Plusperformance von 0,1% gehievt.

### Aktien Europa

Europäische Aktien tendierten im jüngsten Berichtszeitraum grosso modo seitwärts. Das Direktanlage-Portfolio «European Stock Portfolio» (ESP) konnte seine Performance seit Anfang Jahr etwas ausbauen und steht per Ende September auf 0,7%. Damit hat es seine Benchmark, den Stoxx 600 Index, um Haarsbreite – sprich um 0,2 Prozentpunkte – verpasst. Beide Werte sind als Gesamtertrag berechnet, d.h. Kurveränderungen plus Dividenden.

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

	Dez. 2017	Sept. 2018	Veränderung
DAX Index/DE	19	14.4	-24.2%
DJ STOXX 600 Index/EU	20.8	17.3	-16.8%
MSCI Welt Index	20.7	17.8	-14.0%
S & P 500 Index/USA	22.5	21.1	-6.2%
SPI Index/CH	13.2	12.7	-3.8%
TOPIX Index/JPN	16.3	14.1	-13.5%

Quelle: Bloomberg

Seit 1993 beläuft sich die mittlere jährliche Performance dieser Aktien-Auswahl auf rund 9%, verglichen mit 7% 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 892%. Wir haben an den Positionen im dritten Quartal keine Veränderungen vorgenommen und halten europäische Aktien neutral gewichtet.

### Aktien USA

Den US-Unternehmen geht es blendend. 2018 könnte eines der besten Jahre seit der Finanzkrise werden und die Gewinne pro Aktie der S&P-500-Unternehmen im Schnitt um 20% steigen lassen. Allerdings stammt der Schub zum Teil auch aus den umfangreichen Aktienrückkäufen, welche die Unternehmen mit den aus dem Ausland repatriierten Gewinnen finanzieren. Allein im zweiten Quartal dürften das effektiv über 200 Milliarden Dollar gewesen sein. Rund das Doppelte steht als angekündigte Rückkäufe noch im Raum.

Kurz vor Quartalsende haben wir beschlossen, eine Position im BB Adamant Medtech & Services Fonds zu erwerben. Dieser Fonds des Schweizer Anbieters Bellevue Asset Management investiert in Aktien innovativer Unternehmen im Bereich des Gesundheitswesens ohne Medikamentenhersteller.

Unter dem Schlagwort «digitale Gesundheit» streben diese Firmen die Steigerung von Effizienz und Kosteneffektivität im Gesundheitswesen an. Mit minimalinvasiven Techniken und optimierten Prozessen sollen Behandlungszeiten sowie Kosten gesenkt und das Wohl der Patienten gesteigert werden. Der Fonds verwaltet aktuell rund 427 Millionen Franken. Er weist ein 5-Sterne-Rating von Morningstar sowie ein AAA-Rating von Citywire auf. Da momentan das Gros des Kapitals in amerikanischen Gesellschaften investiert ist, schlagen wir dieses neue Investment rechnerisch der US-Aktienquote zu. Die Käufe werden im Laufe des Oktobers getätigt.

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

	Kurs/ Buchwert	Div. Rendite
DAX Index/DE	1.7	3.1%
DJ STOXX 600 Index/EU	1.9	3.5%
MSCI Welt Index	2.3	2.4%
S & P 500 Index/USA	3.5	1.8%
SPI Index/CH	2	3.1%
TOPIX Index/JPN	1.4	2.0%

Bei den bestehenden Investments bereitete der Performa US Equity Fund abermals grosse Freude. Allein im dritten Quartal ist der Wert um gut 9% gestiegen, womit sich die Performance im bisherigen Jahresverlauf auf 28% erhöht hat. Damit wurde die Benchmark deutlich geschlagen. Innerhalb des Fonds haben v.a die Aktien von kleineren Unternehmen für Schub gesorgt. Zusammen mit dem neuen Investment in BB Adamant sind wir in amerikanischen Werten nun Übergewichtet.

**Aktien Asien (ohne Japan)**

In den Schwellenländern sind die Aktienkurse unter Druck geblieben. Rhetorik und Massnahmen aus dem Weissen Haus, insbesondere gegenüber China, die Entwicklung von US-Dollar und amerikanischen Zinsen sowie der steigende Erdölpreis stimmen die internationale Investorengemeinde gegenüber Schwellenländer-Anlagen momentan zurückhaltend. Wir sind unverändert neutral gewichtet.

**Aktien Japan**

Im dritten Quartal haben wir die Position im GAM Japan Equity Fund unverändert belassen, womit auch die neutrale Gewichtung beibehalten wurde. Japanische Aktien sind im Vergleich zu den Dividendenwerten anderer Länder wie auch gegenüber der eigenen Historie vorteilhaft bewertet. In den ersten neun Monaten 2018 liegt die Performance des Fonds in etwa bei der des breiten Mark-

tes. Von der Suspendierung des Fondsmanagers Tim Haywood, welcher ein anderes GAM-Anlagevehikel geleitet hatte, und der nachfolgenden Auflösung dieses Vehikels, ist der von uns gehaltene Japan-Aktienfonds in keiner Weise betroffen. Die Firma GAM mit den uns seit langem bekannten Fern-Ost-Experten führt den Japan-Fonds in der gewohnt zuverlässigen Art weiter.

**Alternative Anlagen**

Die Positionen in alternativen Anlageinstrumenten sind über das Quartal hinweg unverändert geblieben. Die Notierungen haben sich nur geringfügig bewegt, und die Alternativen bewähren sich in ihrer Rolle als Puffer gegenüber den Wertschwankungen von Aktien, Obligationen und Gold.

**Edelmetalle**

Gold schimmerte im dritten Quartal nur matt. Die Kursentwicklung hat u.a. mit dem steigenden Zinsniveau im Dollar zu tun, werden zinstragende Papiere in der amerikanischen Valuta in Relation zum zinslosen Edelmetall doch attraktiver. Dies ist auch der Grund, weshalb wir für Portfolios in der Referenzwährung Dollar die Goldposition halbiert haben, weil hier das ursprüngliche Kaufargument (Gold ist eine Ersatzwährung ohne Opportunitätskosten) an Bedeutung verloren hat. Den Erlös haben wir in Dollar-Obligationen investiert. Möglicherweise haben dem Metall-Preis auch Ver-

käufe aus Schwellenländern, allen voran aus der Türkei, geschadet. Denkbar ist, dass die Türkei versucht, die taumelnde Landeswährung über den Switch von Gold in Lira zu stabilisieren.

**Unsere Asset Allokation zusammengefasst:**

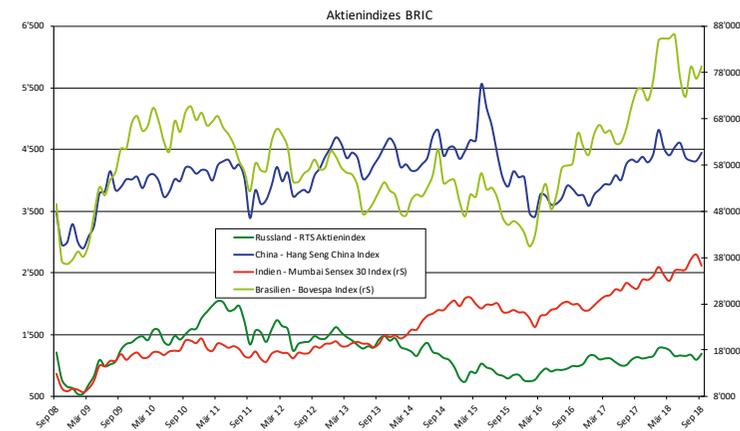
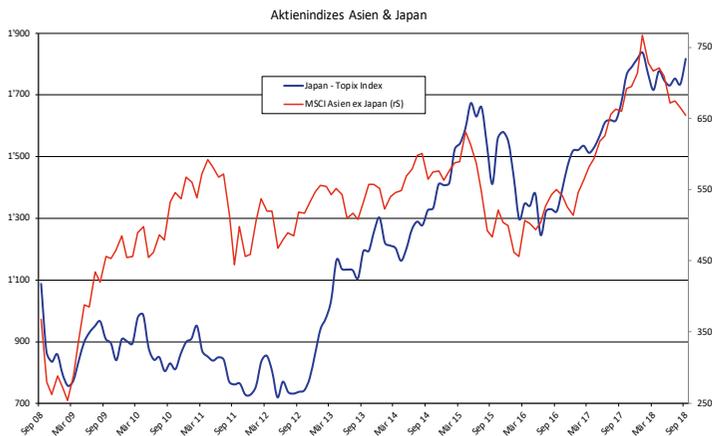
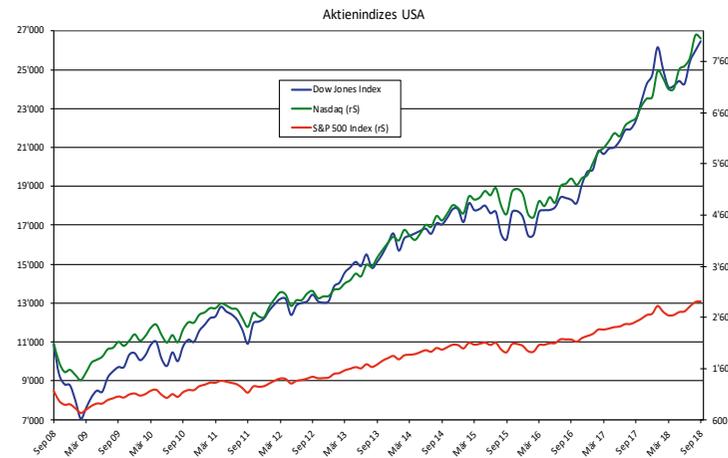
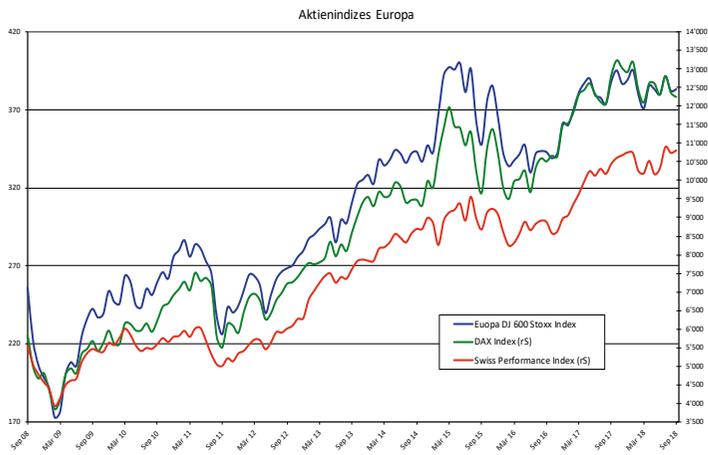
Anlagekategorie	
Geldmarkt	neutral
Obligationen	untergewichtet/ kurze Duration
Aktien Schweiz	neutral
Aktien Europa	neutral
Aktien USA	übergewichtet
Aktien Asien	neutral
Aktien Japan	neutral
Edelmetalle	übergewichtet
Alternative Anlagen	übergewichtet

Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.

*Werte bewirtschaften.*

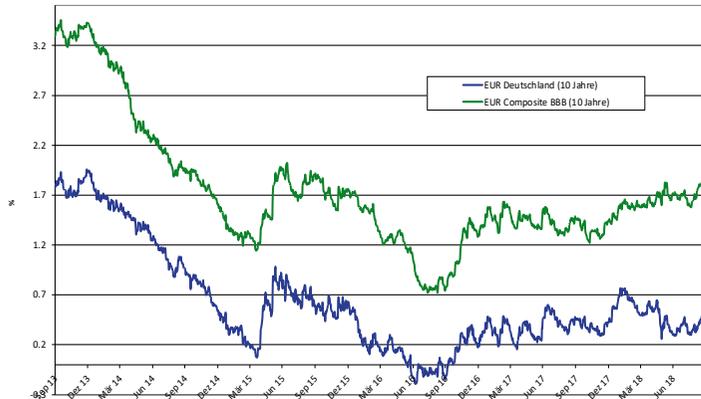
**Exakte,  
sorgfältige Analyse  
steigert den Ertrag.**

## Aktienmärkte auf einen Blick

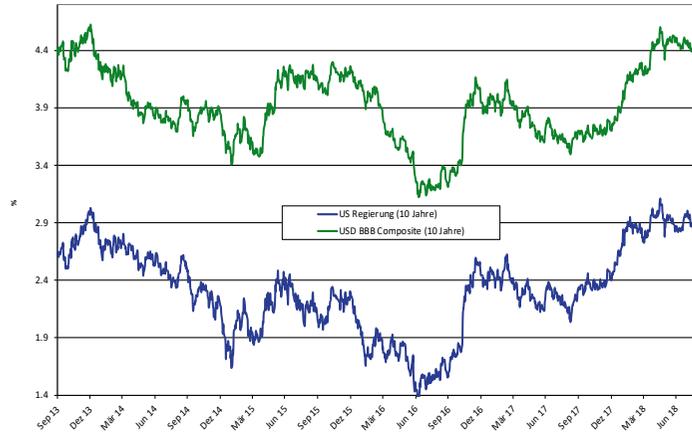


## Obligationenrenditen und andere Kennziffern

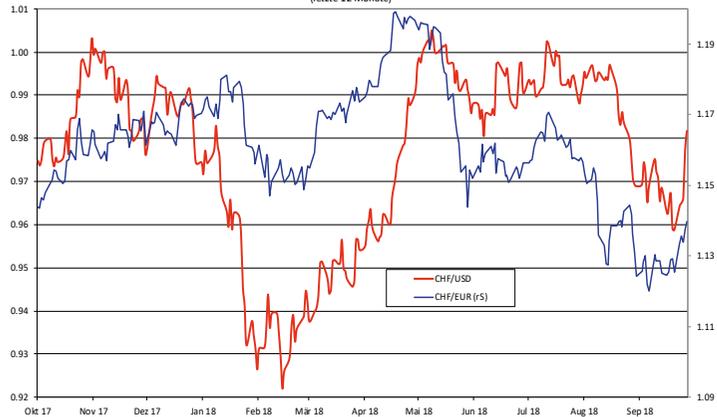
Bond Renditen Euro  
(10 Jahre)



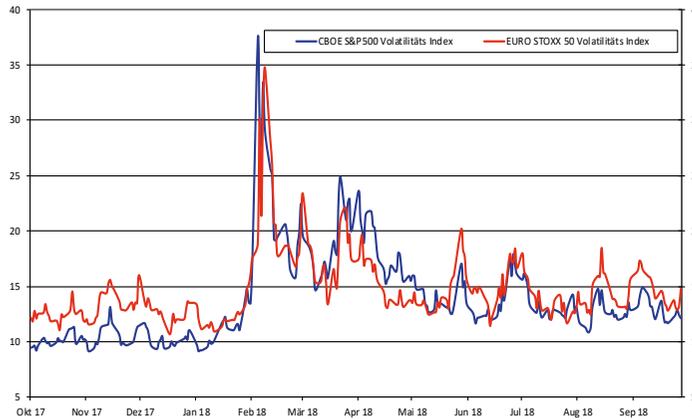
Bond Renditen US  
(10 Jahre)



CHF Wechselkurs  
(letzte 12 Monate)



Volatilität





**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 zahlreiche 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](http://www.salmann.com)

