

Die Märkte erklimmen die Sorgenmauer

„Hausse-Märkte lieben es, die Mauer der Sorgen zu erklimmen“, lautet ein bekanntes Börsen-Bonmot, welches momentan voll und ganz zutrifft. Schlagzeilen, welche den Anlegerinnen und Anlegern den Tag verderben könnten und folglich für jeden rational denkenden Nichtbörsianer gute Gründe für ausschweifende Tristesse an den Finanzmärkten bieten sollte, gibt es zuhauf. Dessen unbeachtet schlagen sich die Aktien im bisherigen Jahresverlauf gut (was in sich für skeptische Zeitgenossen bereits wieder beunruhigend ist). Die Notierungen der Obligationen klettern trotz dünner Höhenluft munter weiter. Nur Gold, Silber und Öl, in Krisenzeiten normalerweise gefragte Sachanlagen, bleiben links liegen und leiden unter fallenden Preisen.

„Amerika, du hast es besser...“

Neben den geopolitischen Spannungsfeldern Ukraine, Syrien, Irak u.a. liefert auch die Wirtschaft leicht enttäuschende Signale. So scheint das Wachstum in den USA wie auch in Europa die Erwartungen nicht ganz erfüllen zu können. „Amerika, du hast es besser, als unser Kontinent“, schwärmte schon Goethe. Er würde sich mit Blick auf die Konjunkturdaten heute wohl ähnlich äussern. Aus den früheren Expansionsprognosen für das amerikanische Bruttoinlandprodukt (BIP) von bis zu 3% wird es dieses Jahr wohl dennoch nichts mehr. Zurzeit liegen die Durchschnittserwartungen bei 2%, für ein stärkeres Wachstum vertrösten die Ökonomen auf das nächste Jahr.

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

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

In Deutschland und der Schweiz zeichnet sich ebenfalls eine Delle ab. Mit 1,7 bzw. 1,9% in diesem sowie 1,8 bzw. 2,2% im nächsten Jahr können sich beide Länder allerdings sehen lassen. Überhaupt nicht auf Touren kommt dagegen die Euro-Zone. Dort hat sich die Suche nach den Schuldigen jetzt etwas gegen Norden verlagert. Zählte beispielsweise Spanien noch vor kurzem zu den üblichen Verdächtigen, wenn die Frage nach den Ursachen für die Flaute aufkam, kann das iberische Königreich mittlerweile auf ein über dem europäischen Schnitt liegendes Wachstum verweisen. 1,1% Expansion trauen die „Economist“-Auguren Spanien 2014 zu, Madrid rechnet mit 1,3%. Die Rosskur der vergangenen Jahre scheint Wirkung zu zeigen.

Entwicklung der **Aktienmärkte seit Anfang Jahr:**

		Dez. 2013	Sept. 2014	Veränderung ¹
Asien ex Japan	DJ STOXX A/P	506,4	497,3	-1,8%
Deutschland	DAX	9'552,2	9'474,3	-0,8%
Europa	DJ STOXX 600	328,3	343,1	4,5%
Japan	TOPIX	1'302,3	1'326,3	1,8%
Schweiz	SPI	7'838,0	8'695,6	10,9%
USA	S & P 500	1'848,4	1'972,3	6,7%
Welt	MSCI Weltindex	408,6	416,9	2,0%

Dafür entwickelt sich Frankreich immer mehr zum Kummerbuben. „Viele schöne Worte, wenig Taten“, ist man versucht zu sagen. Entsprechend desillusioniert verhalten sich die Wirtschaftssubjekte. Angesichts einer auf hohem Niveau verharrenden Arbeitslosigkeit erstaunt das nicht. In der „Grande Nation“ hat sie gegen den Trend in der EU sogar noch leicht auf 10,5% zugenommen (EU-Durchschnitt 10,1%), wogegen sie auf der iberischen Halbinsel in den vergangenen zwölf Monaten rückläufig war.

Dass die Börsen sich in diesem Umfeld so gut schlagen, mag vielleicht zu erstaunen. Bei genauerem Hinsehen wird aber klar, was die Kurse antreibt: Die von den Notenbanken initialisierte Geldflut. Zur Erinnerung: Seit 2008, dem Ausbruch der globalen Finanzkrise, haben die fünf wichtigsten Zentralbanken der entwickelten Welt, die Europäische Zentralbank (EZB), die US-Notenbank (Federal Reserve, kurz Fed), die Bank of

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

England, die Bank of Japan und die Schweizerische Nationalbank ihre kumulierten Bilanzsummen um den Faktor drei erhöht. Zwar hat die Fed den Fuss im laufenden Jahr etwas vom Gas genommen, in dem sie die Käufe von Obligationen laufend reduziert hat und diesen Oktober ganz einstellen wird. Dafür springt jetzt die EZB in die Lücke. Sie will ihrerseits jetzt ein solches Kaufprogramm für Obligationen und verbriefte Kredite starten, um die kränkelnde Konjunktur in der alten Welt zu stützen.

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

	<u>Dez. 2013</u>	<u>Sept. 2014</u>	<u>Veränderung</u>
Europa	1,9%	0,95%	-50%
Grossbritannien	3,0%	2,43%	-19%
Japan	0,7%	0,53%	-24%
Schweiz	1,1%	0,49%	-55%
USA	3,0%	2,49%	-17%

Aller Unkenrufe zum Trotz: Die Wirtschaft wächst

Da im Fahrwasser dieser Massnahmen Kredite beinahe gratis und die Zinsen für festverzinsliche Papiere sehr tief sind, bleibt den Investoren fast nichts anderes übrig, als in Aktien zu investieren. Diese sind zwar nicht mehr so billig bewertet wie auch schon. Von einer krassen Überbewertung kann andererseits ebenso wenig gesprochen werden. Ob all dem Hin und Her, welche die (normalen) Schwankungen der Wachstumsraten in die Schlagzeilen treibt, darf nicht vergessen werden, dass die Weltkonjunktur letztlich doch wächst, wenn auch zögerlich. Dies wird sie aller Voraussicht nach auch 2015 tun, und das möglicherweise gar noch etwas schneller als in diesem Jahr.

Das ist die gute Nachricht. Die weniger gute liegt in der Frage verborgen, wie die Märkte reagieren werden, wenn die Notenbanken dereinst die Schleusen wieder schliessen (müssen). Aus der Vergangenheit gibt es dazu keine Anhaltspunkte, weil die jetzt weltweit laufenden Stabilisierungsmassnahmen noch nie zuvor in dieser Grössenordnung durchgeführt worden sind. Einzig Japan schöpfte in den Jahren 2005 und 2006 massiv Liquidität ab. Industrieproduktion und Aktienkurse reagierten damals aber kaum negativ auf diese Massnahme, sondern brachen erst rund zwei Jahre später im Zuge der

globalen Krise ein. Ob das in den USA und Europa ähnlich schmerzlos ablaufen wird? Man wird sehen.

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: Zu Beginn des dritten Quartals haben wir einen Teil der liquiden Mittel in einen Obligationenfonds investiert (siehe auch Abschnitt „Obligationen“). Darüber hinaus halten wir die Geldmarktbestände über der langfristigen strategischen Sollgrösse.

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

Aberdeen Asia Pacific (USD)	5,6%
JB Japan Stock Fund (CHF hedged)	6,0%
JB Japan Stock Fund (€ hedged)	6,2%
Perfoma Asian Equities (USD)	2,0%
Black Rock Swiss Small & Midcap Opp. (CHF)	9,7%
Raiffeisen Futura Swiss Stocks (CHF)	9,9%
CIIM European Stock Portfolio (€)	-1,0%
Perfoma European Equities (€)	4,9%
Perfoma US Equities (USD)	-3,2%
Perkins US Strategic Value (USD)	4,5%

Obligationen: Anfang Juli haben wir Positionen im Swiss Rock Absolut Return Bond Fund (CHF und Euro hedged) aufgebaut. Dieser Fonds investiert international in festverzinsliche Wertpapiere solider Industrien, wobei er die Währungsrisiken absichert und die Duration sehr kurz hält. Der Fonds ist sehr stark diversifiziert. Er meidet Banktitel sowie Papiere aus südeuropäischen Ländern. Ansonsten hat sich in dieser Anlageklasse keine Änderung ergeben. Der Markt hat sich auf extrem tiefen Zinsniveau ein-

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

gependelt. Die Emittenten versuchen, das tiefe Zinsniveau mit der Ausgabe lang laufender Papiere zu nutzen, was es für Investoren noch schwieriger macht, passende Anlagen zu finden.

Aktien Schweiz: Der Schweizer Aktienmarkt zählt 2014 mit zu den besten Märkten der Welt. Wir haben die Allokation nicht verändert und sind neutral gewichtet. Bei den Direktanlagen hat unsere Titelauswahl, das „Swiss Stock Portfolio“ (SSP), in den ersten neun Monaten eine Performance von 7,5% erreicht, derweil der Swiss Performance Index um 10,9% gestiegen ist (beide Werte inklusive Dividenden). Seit 2010 beläuft sich die jährliche Gesamtperformance des SSP auf 9,6% p.a. und entspricht damit genau der Entwicklung seiner Benchmark.

Aktien Europa: In europäischen Dividendenpapieren sind wir ebenfalls unverändert neutral gewichtet. Das Direktanlage-Portefeuille „European Stock Portfolio“ (ESP) hat bis Ende September eine Gesamtperformance (Kursentwicklung plus Dividenden) von 5,8% erbracht. Der Dow Jones Stoxx 600 Index hat im selben Zeitraum 7,0% zugelegt. Seit 2004 beläuft sich die durchschnittliche jährliche Performance des Direktanlage-Portfolios auf 9,7%, verglichen mit 6,9% für die Benchmark.

Andere von uns eingesetzte Fonds entwickelten sich wie folgt³:

Acatif IfK Value Renten Fond (€)	5,3%
Acatif IfK Value Renten Fond (CHF)	5,0%
BlueBay High Yield Bond Fund (€)	2,5%
Lyxor ETF Euro Corp. Bond Fund (€)	5,4%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (€)	6,2%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (CHF)	6,0%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (USD)	6,3%
Pictet CH-CHF Bond Fund	4,7%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (€ hedged)	0,4%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (CHF hedged) ⁴	0,2%

Aktien USA: Zwar sind amerikanische Aktien fundamental etwas teurer bewertet als europäische, sie profitieren aber unverändert von der höheren Konjunktur-Dynamik,

welche die USA gegenüber Europa zeigt. Aktuell beläuft sich der Anteil an US-Dividendenpapieren in einem ausgewogenen Portfolio auf rund 9%. Damit besteht eine neutrale Gewichtung, genau wie im Quartal zuvor.

Aktien Asien (ohne Japan): Die asiatischen Aktienbörsen haben im dritten Quartal 2014 etwas Terrain eingebüsst. Wir haben an der Allokation nichts verändert und sind mit einem rund 5%-igen Anteil gegenüber der Strategievorgabe leicht übergewichtet.

Aktien Japan: Von den Verlusten im ersten Quartal haben sich die Titel Nippons teilweise erholt. 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 zusammengefasst**⁵:

Anlagekategorien	
Geldmarkt	übergewichtet
Obligationen	untergewichtet/kurze Duration
Aktien Schweiz	neutral
Aktien Europa	neutral
Aktien USA	neutral
Aktien Asien	übergewichtet
Aktien Japan	neutral
Nicht traditionelle Anlagen	keine Position

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

	<u>Kurs / Buchwert</u>	<u>Div. Rendite</u>
DAX Index/DE	1,7	2,8%
DJ STOXX 600 Index/EU	1,9	3,6%
MSCI Welt Index	2,0	2,6%
S & P 500 Index/USA	2,7	2,0%
SPI Index/CH	2,5	3,0%
TOPIX Index/JPN	1,3	1,7%

³ Performance inkl. reinvestierte Ausschüttung, wo anwendbar.

⁴ Performance seit Kaufdatum Juli 2014

⁵ Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.

Gemessen an den **Kurs / Gewinn-Verhältnissen**⁶ 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>Sept. 2014</u>	<u>Veränderung</u>
DAX Index/DE	16,3	17,7	+9%
DJ STOXX 600 Index/EU	21,6	20,8	-4%
MSCI Welt Index	17,9	17,0	-5%
S & P 500 Index/USA	17,4	17,9	+3%
SPI Index/CH	19,2	19,6	+2%
TOPIX Index/JPN	17,3	16,0	-8%

Zum Schluss noch dies

Die Fussballfreunde freuen sich: Es ist wieder Champions-League-Zeit, die Zeit, in der die Gladiatoren der Neuzeit in vollen Arenen vor laufenden Fernsehkameras für Emotionen, Nervenkitzel und klingende Kassen sorgen.

Was kotierten Unternehmen ihre Börsenkapitalisierung (Anzahl Aktien mal Kurs) ist, stellt den im europäischen Spitzen-Cup vertretenen Fussballvereinen ihr Transferwert dar (Summe der geschätzten Transferwerte ihrer Spieler). Spitzenreiter Real Madrid bringt in dieser Wertung laut der Internetplattform „transfermarkt.de“ einen geschätzten Wert von 673 Millionen Euro auf die Waage, wozu allein Cristiano Ronaldo etwa 100 Millionen beisteuert. Dahinter folgt der Erzrivale FC Barcelona mit 611 Millionen Euro. Dessen Lionel Messi ist angeblich sogar 120 Millionen Euro wert. Auf Platz drei figuriert der FC Bayern München, dem die Beobachter einen Transferwert von rund 564 Millionen Euro attestieren. Die Gallionsfigur ist hier Robert Lewandowski mit einem Preisschild von 50 Millionen Euro.

„Typisch Fussball“, werden Sie jetzt vielleicht verächtlich schnauben, „komplett übertriebener Personenkult!“ Mag sein. Doch verglichen mit der Finanzwelt ist das alles noch harmlos. Da haben berühmte Figuren noch ganz andere „Transferwerte“, wie das Beispiel Bill Gross jüngst demonstriert hat. Gross, Gründer und bis vor kurzem Obligationen-Guru beim amerikanischen Anlagefondsanbieter Pimco, gab unlängst seinen

Wechsel zum Konkurrenten Janus Capital bekannt. Dieser überraschende Transfer liess den Börsenwert der Pimco-Besitzerin Allianz AG an einem einzigen Tag um rund 4,9 Milliarden Euro oder fast 8% einbrechen. Die Börsenkapitalisierung von Janus Capital auf der anderen Seite schoss am selben Tag um rund 736 Millionen Euro in die Höhe, ein sportliches Plus von 45%! Da spreche noch jemand vom übertriebenen Personenkult im Sport- und Unterhaltungsgeschäft!

Wir danken Ihnen für das in uns gesetzte Vertrauen und wünschen Ihnen viele goldene Herbsttage.

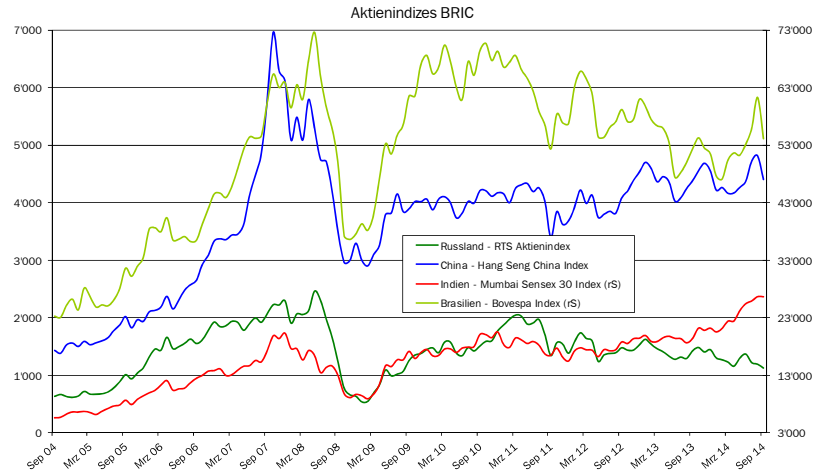
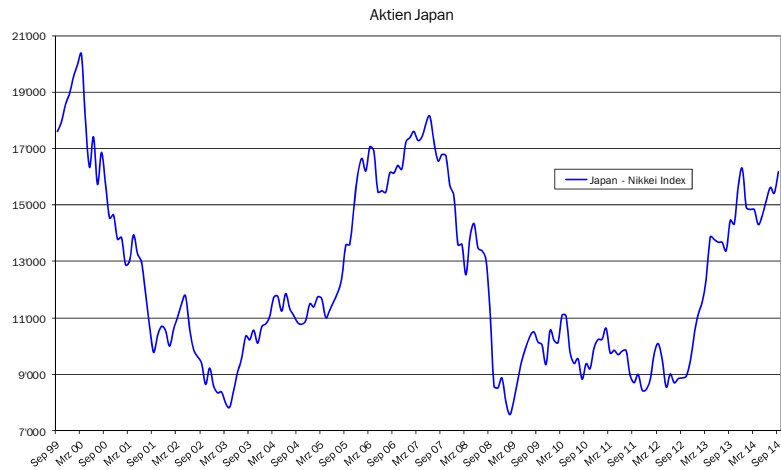
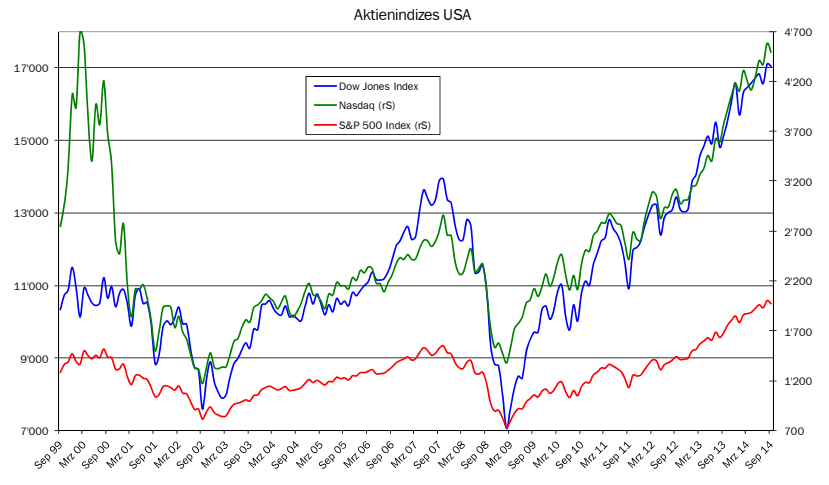
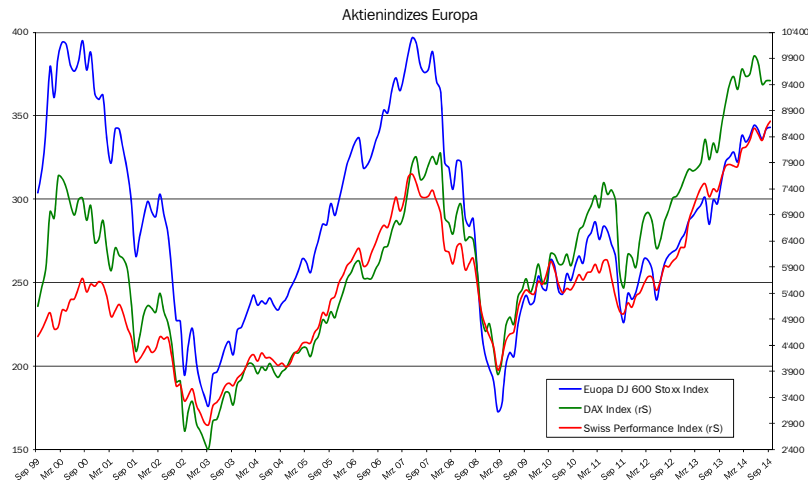
Alfred Ernst

Vaduz/Zürich, 30. September 2014

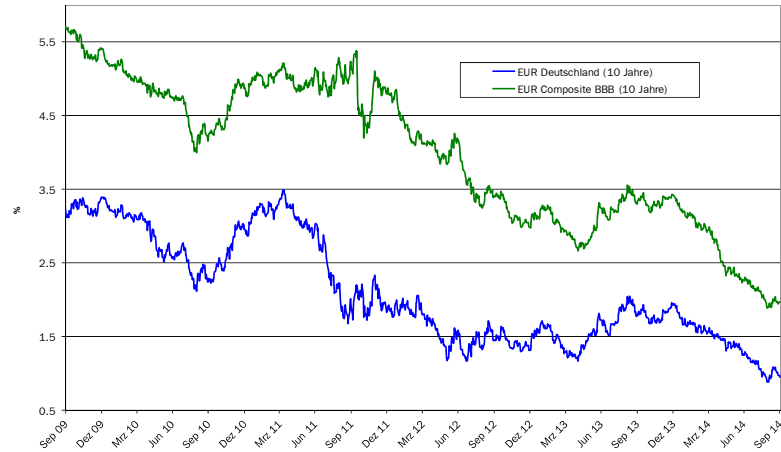
Rechtliche Hinweise

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.

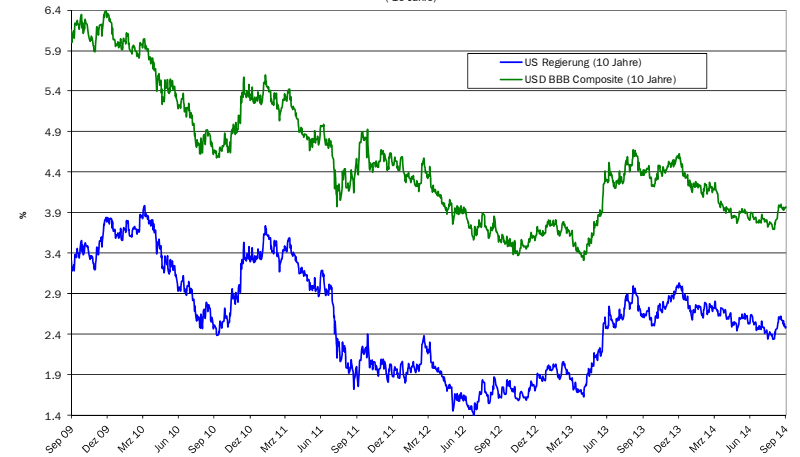
⁶ Quelle: Bloomberg



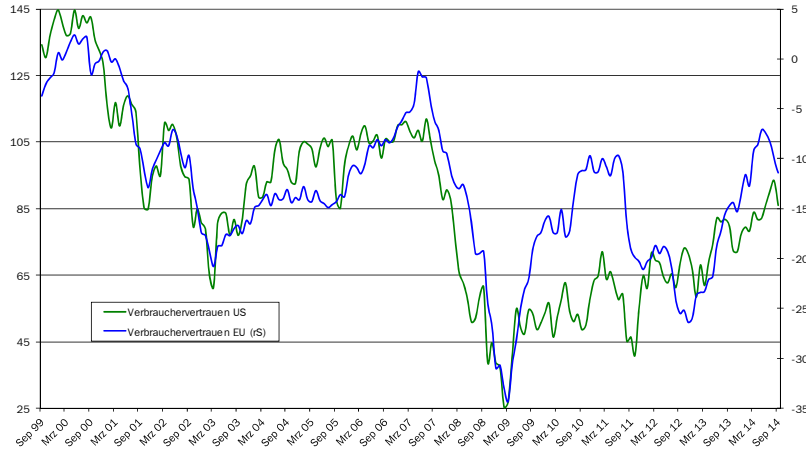
Bond Renditen Euro
(10 Jahre)



Bond Renditen US
(10 Jahre)



Verbrauchervertrauen



Öl & Kupferpreise

