

Herbstgewitter über Dächern

Mit dem Wechsel der Jahreszeit ist auch an den Börsen eine Kaltfront aufgezogen. Im Gegensatz zu Reinhard Meys Chanson von 1972 handelt „Herbstgewitter über Dächern“ hier allerdings nicht von der Liebe, sondern von der Frustration der Anlegerinnen und Anleger über die wiedererwachte Volatilität und die Kursverluste an den Finanzmärkten. Das dritte Quartal ist seinem historisch schlechten Ruf einmal mehr gerecht geworden. Kaum eine Anlageklasse hat sich fallenden Notierungen entziehen können.

China löst Griechenland als Spielverderber ab

Beunruhigt haben die Investoren anfänglich die (geringfügige) Abwertung des Renminbis sowie der massive Kurssturz an der chinesischen Aktienbörse, welche sich dann in eine grosse Verunsicherung über die weitere konjunkturelle Entwicklung im Reich der Mitte entwickelt haben. Zwei Punkte gibt es dazu zu erwähnen: Erstens: Chinas Aktien haben 2014 und im ersten Halbjahr 2015 eine fulminante Hausse erlebt. In deren Verlauf ist der Index in Shanghai zwischen März 2014 und Juni 2015 um 162 Prozent gestiegen. Seit Juni 2015 sind die Notierungen um rund 41 Prozent abgestürzt. Sie haben sich nun auf dem Niveau von Dezember 2014 eingependelt, das noch immer rund 55% über dem Tief vom März des gleichen Jahres liegt.

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

	Reales BIP Wachstum		Teuerung	
	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
Deutschland	1,7%	2,0%	0,4%	1,6%
Euroland	1,4%	1,7%	0,2%	1,2%
Grossbritannien	2,5%	2,4%	0,2%	1,5%
Japan	0,8%	1,5%	0,7%	1,0%
Schweiz	0,7%	1,3%	-1,0%	-0,1%
USA	2,4%	2,6%	0,4%	2,0%

Zweitens: Kein Beobachter der chinesischen Wirtschaft konnte ernsthaft glauben, dass sich die Wachstumsraten von 7 und mehr Prozent auf ewig halten können. Chinas

Expansion war in Vergangenheit stark von Investitionen getrieben. Diese Quote und ergo das Wachstum müssen und werden in Zukunft sinken, wenn China wie geplant zu einer konsumorientierten Volkswirtschaft mutieren will. Der frühere Vorsitzende der Schweizerischen Nationalbank und heutige Vice Chairman des Anlagefondshauses Black Rock, Philipp Hildebrand, ging an einem Vortrag in Zürich noch einen Schritt weiter, als er ausführte, dass sich die Welt vor allem dann Sorgen machen müsste, wenn China den Wandel zur konsumgetriebenen Wirtschaft nicht eingeläutet hätte und das Wachstum nicht sinken würde. Dann würden weiterhin hohe Wachstumsquoten mit Investitionen generiert, die auf Dauer aber weder nachhaltig noch produktiv wären.

Entwicklung der **Aktienmärkte seit Anfang Jahr:**

		<u>Dez. 2014</u>	<u>Sept. 2015</u>	<u>Veränderung¹</u>
Asien ex Japan	DJ STOXX A/P	486,7	398,6	-18,1%
Deutschland	DAX	9'805,6	9'660,4	-1,5%
Europa	DJ STOXX 600	342,5	347,8	1,5%
Japan	TOPIX	1'407,5	1'411,2	0,3%
Schweiz	SPI	8'857,0	8'679,8	-2,0%
USA	S & P 500	2'058,9	1'920,0	-6,7%
Welt	MSCI Weltindex	417,1	381,7	-8,5%

Die zweite grosse Verunsicherung geht auf das Konto der US-Notenbank (Fed). Diese hat – so ironisch das klingen mag – mit dem Verzicht auf die erste Zinserhöhung im September die Gemüter zusätzlich in Wallung gebracht. Offenbar, so lautet die Interpretation der Marktteilnehmer, geht es der amerikanischen Wirtschaft doch noch nicht gut genug, um an der Zinsschraube zu drehen. Zudem nährt das Stillhalten die Furcht, das Fed habe zu wenig Eigenständigkeit gezeigt und zu stark auf Weltbank und Währungsfonds geschielt. Beide Institutionen hatten kurz vor der Fed-Sitzung vor höheren US-Zinsen gewarnt. In unserem Urteil ist das zweite Argument dasjenige, das den Finanzmärkten die Suppe versalzt. Insgesamt macht die US-Wirtschaft nämlich einen guten Eindruck. Der Trend vieler Indikatoren ist steigend, etwa bei den zyklischen Ausgaben, den wöchentlich gearbeiteten Stunden, den Baubeginnen, den Autoverkäufen, beim Konsumvertrauen u.a.m. Nach wie vor sinkt auch die Arbeitslosigkeit.

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

Investoren lechzen nach dem nächsten Gang

Mehr vom Gleichen – sprich Billiggeld und Quantitative-easing – scheint den Anlegerinnen und Anlegern allerdings nicht mehr richtig zu schmecken. Vielleicht wäre es an der Zeit, den nächsten Gang aufzutischen. Welche Verdauungsprobleme das verursachen könnte, weiss niemand, und niemand will offenbar der erste sein, der das Experiment startet. Immerhin: Die USA haben im laufenden Jahr noch zwei Chancen, doch noch die Normalisierung der Zinsen einzuläuten. Ende Oktober und Mitte Dezember wollen die Notenbank-Chefs die Köpfe erneut zusammenstecken. Gut möglich, dass dann statt mehr Supplement ein nächster Gang serviert wird.

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

Aberdeen Asia Pacific (USD)	-15,9%
JB Japan Stock Fund (CHF hedged)	-0,6%
JB Japan Stock Fund (€ hedged)	0,6%
Performa Asian Equities (USD)	-15,5%
Black Rock Swiss Small & Midcap Opp. (CHF)	4,8%
Raiffeisen Futura Swiss Stocks (CHF)	-3,5%
iShares ETF MDAX-Index (CHF)	2,3%
Performa European Equities (€)	2,9%
iShares ETF Core S&P-500-Index (USD)	-7,2%
Performa US Equities (USD)	-1,8%

Asset Allokation:

An den Sitzungen des Anlagekomitees haben wir im vergangenen Quartal 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: Wegen den unten beschriebenen Aktienverkäufen (siehe Aktien Europa und Aktien USA) hat die Geldmarktquote leicht zugenommen. Renditemässig aber liegt

dieses Anlagesegment weiterhin auf dem Trockenen. Dessen ungeachtet dient es gerade auch in unruhigeren Zeiten als wertvoller Puffer gegen die wiederum höheren Schwankungen in anderen Anlageklassen.

Obligationen: Die Null-Zins-Politik vieler Notenbanken kombiniert mit dem riesigen Kaufprogramm für Obligationen der Europäischen Zentralbank (EZB) hat die Zinsen von Staatsobligationen und Schuldverschreibungen erstklassiger Schuldner weiterhin sehr tief oder gar im negativen Bereich gehalten. Entsprechend schwierig gestaltet sich das Anlegen in diesem Bereich. In den tieferen Kreditqualitäten haben die Schwankungen wie auch die Spreads (Rendite-Differenzen zwischen verschiedenen Qualitätsklassen) zugenommen. Von uns gehaltene Fonds in diesem Segment gaben entsprechend Terrain preis. Wir haben keine aktive Veränderung der Positionen vorgenommen.

Seit Jahresbeginn haben sich die **Renditen zehnjähriger Staatsobligationen** sehr unterschiedlich entwickelt:

	<u>Dez. 2014</u>	<u>Sept. 2015</u>	<u>Veränderung</u>
Europa	0,54%	0,59%	9%
Grossbritannien	1,76%	1,76%	+/-0%
Japan	0,33%	0,36%	9%
Schweiz	0,32%	-0,12%	-137%
USA	2,17%	2,04%	-6%

Aktien Schweiz: Der Schweizer Aktienmarkt wurde von den Herbstgewittern zwar weniger stark als andere Länder heimgesucht, aber dennoch von einer Kaltfront gestreift. Der Swiss Performance Index (SPI) verlor im dritten Quartal 2,7% und notiert jetzt 2% unter dem Niveau von Ende 2014. Unsere Direkt-Anlage-Auswahl, das sogenannte Swiss Stock Portfolio (SSP), weist dagegen per 30. September eine positive Performance (inkl. Dividenden) von +3,79% aus. Hier hat vor allem geholfen, dass die aus 20 Titeln bestehende Auswahl auch zahlreiche mittelgross- und kleinkapitalisierte Werte enthält. Diese litten einerseits weniger unter Verkaufsdruck und sind andererseits in unserem Portfolio stärker gewichtet als im Index.

Seit 2010 beläuft sich die jährliche Gesamtperformance des SSP auf 9,05% p.a., womit sie deutlich über der Performance der Benchmark von 7,83% liegt. In den SSP-

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

Zahlen sind Transaktionskosten und Quellensteuern abgezogen. Dagegen sind im Vergleichsindex keine Kosten angefallen. Die Fonds Raiffeisen Futura Swiss Stocks sowie Black Rock Swiss Small & Midcap Opportunities haben sich unterschiedlich entwickelt. Während der auf grosskapitalisierte Aktien setzende Raiffeisen Fonds (ausnahmsweise) hinter der Indexentwicklung lag, vermochte das auf mittlere und kleinere Firmen fokussierende Black-Rock-Vehikel den SPI zu schlagen. Weder die Quoten noch die Bestände erfuhren eine Änderung.

Andere von uns eingesetzte Fonds entwickelten sich wie folgt³:

Acatis IfK Value Renten Fond (€)	-2,3%
Acatis IfK Value Renten Fond (CHF)	-3,8%
Lyxor ETF Euro Corp. Bond Fund (€)	-2,1%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (€)	2,2%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (CHF)	1,6%
New Capital Wealthy Nations Bond Fund (USD)	2,4%
Pictet CH-CHF Bond Fund	1,9%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (€ hedged)	-1,8%
Swiss Rock Absolut Ret. Bond Fund (CHF hedged)	-2,9%
UBAM Corporate USD-Bonds (€ hedged)	-0,7%
UBAM Corporate USD-Bonds (CHF hedged)	-1,5%
ZKB ETF Gold (USD)	-7,5%

Aktien Europa: Auch hier bläst den Börsen plötzlich ein kühler Wind ins Gesicht. Folglich musste der DJ Stoxx 600-Index fast 9% und damit beinahe den ganzen zuvor erarbeiteten Gewinn wieder abgeben. Gegenüber Januar konnte er bis zum Ende des dritten Quartals nur noch ein Plus von 1,5% über die Ziellinie retten, was ihn unter den wichtigsten etablierten Märkten nichtsdestotrotz zum Sieger macht. Wegen den verschlechterten Konjunkturaussichten und der eingetrübten technischen Verfassung der Börse haben wir die Quote der europäischen Dividenden-Werte leicht reduziert. Insbesondere schien es nach den Sommerferien nicht länger opportun zu sein, in den Aktien deutscher mittelständischer Unternehmen eine gesonderte Gewichtung zu besitzen, weshalb wir das MDax-Zertifikat veräussert haben.

Im Direktanlage-Portfolio, dem European Stock Portfolio (ESP), haben wir die Titel von Antofagasta (Bergbau), Standard Chartered (Bank) sowie Aggreko (Strom- und Kühlaggregate) verkauft. Diese Titel haben ein von uns systematisch definiertes Stopp-Loss-Limit unterschritten, was uns zu diesem Schritt bewogen hat. Neu gekauft wurde der dänische Schifffahrtswert AP Moeller-Maersk. Insgesamt schlägt sich die Auswahl wacker. Sie hat bis Ende September eine Brutto-Performance von 5,45% erzielt, verglichen mit 3,85%, welche der Dow Jones Stoxx 600 Index an Totalperformance gebracht hat. Netto nach Kosten und Steuern verbleibt für das ESP eine Performance von 4,60%, womit sie noch immer über der Benchmark liegt.

Seit 2004 beläuft sich die mittlere jährliche Netto-Performance des Direktanlage-Portfolios auf 8,74%, verglichen mit 6,61% der Benchmark. In den Zahlen für das European Stock Portfolio sind Transaktionskosten und Quellensteuern abgezogen, wogegen der Referenzindex kostenlos operiert. Performance und Index-Vergleich von ESP und SSP finden Sie stets auch auf unserer Web-Page www.salmann.com (Lasche „Produkte“).

Aktien USA: Hier haben wir zwei Veränderungen vorgenommen. Auf der einen Seite haben wir die Anteile am Janus Perkins US Strategic Value Fund verkauft und den Erlös in den Performa US Equity Fund investiert. Dies nachdem der erstgenannte Fonds in der Performance seit geraumer Zeit nicht mithalten konnte. Mit Blick auf die höher und höher steigende fundamentale Bewertung sowie die zunehmende Nervosität an den Märkten haben wir später im Quartal die Position iShares Core S&P 500 aufgelöst, um die Gewichtung in den USA in die Nähe der Neutralgewichtung zu reduzieren.

Aktien Asien (ohne Japan): Unter den Verwerfungen haben die asiatischen Aktien am meisten gelitten. Neben dem von China ausgehenden Sog hat sich in den Köpfen auch vermehrt die Sorge eingenistet, höhere US-Zinsen sowie ein weiter erstarkender US-Dollar könnten die Finanzierungsseite der Unternehmen zunehmend belasten. Zudem geht die Angst um, es könnte in der Folge zu verstärkten Kapitalabflüssen aus der Region in Richtung Amerika kommen. Die Positionen sind unverändert. Mit rund 5% Anteil bewegen wir uns in etwa auf einer neutralen Allokation.

Aktien Japan: Das Land der aufgehenden Sonne konnte sich der schwachen Verfassung der asiatischen Märkte nicht entziehen. In der Position gab es keine Änderungen. Sie ähnelt in der Grösse der asiatischen und ist leicht übergewichtet. Der Yen ist gegenüber den Referenzwährungen der Kunden weiterhin abgesichert.

³ Performance inkl. reinvestierte Ausschüttung, wo anwendbar.

Alternative Anlagen: Diese Kategorie wird unverändert von der 3%igen Position in einem Gold ETF belegt.

Unsere **Asset Allokation zusammengefasst**⁴:

Anlagekategorien

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

Fazit / Ausblick

Wir erwarten ein Wachstum der Weltwirtschaft, das etwas schwächer als früher prognostiziert ausfallen könnte, letztlich aber doch positive Impulse zu setzen vermag. Eine Zinserhöhung in den USA könnte noch dieses Jahr kommen und dürfte die Märkte eher beruhigen. Aktien bleiben grundsätzlich interessanter als Obligationen.

Gemessen an den **Kurs / Gewinn-Verhältnissen**⁵ der letztbekanntesten Gewinne für zwölf Monate sind alle Märkte seit Jahresbeginn günstiger geworden:

	<u>Dez. 2014</u>	<u>Sept. 2015</u>	<u>Veränderung</u>
DAX Index/DE	17,2	15,3	-11%
DJ STOXX 600 Index/EU	21,3	20,4	-4%
MSCI Welt Index	16,9	16,3	-4%
S & P 500 Index/USA	18,2	17,0	-7%
SPI Index/CH	19,5	17,2	-12%
TOPIX Index/JPN	16,1	14,7	-9%

⁴ Bezogen auf Referenzwährung Schweizer Franken.

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

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

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

Alfred Ernst

Vaduz/Zürich, 30. September 2015

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 Tötigung 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.

⁵ Quelle: Bloomberg



