

Weltwirtschaftlicher Optimismus

TEXT: Timo Dainese und Prof. Dr. Maurice Pedernana – BILDER: Royalty Free Stock Photos

Antonio Domina, CEO & Partner des VPZ, hat sich mit Timo Dainese (TD) und Maurice Pedernana (MP) von der Zugerberg Finanz AG über die Weltwirtschaft und Anlagen unterhalten. Die Zugerberg Finanz AG hat sich mit einer Vielzahl von privaten und institutionellen Kunden zu einem der grössten, unabhängigen Vermögensverwalter in der Schweiz entwickelt. Zugerberg Finanz AG ist direkt der FINMA unterstellt.

Was bewegte Euch in den vergangenen Quartalen?

TD: Wir haben in den letzten Quartalen herausfordernde Ereignisse erlebt. Dazu zählt beispielsweise die Aufhebung des EUR/CHF Mindestkurses von 1.20 am 15. Januar 2015 und der Rohstoffpreiszerfall, der im dritten Quartal 2015 eingesetzt und sich bis am 11. Februar 2016 beschleunigt hat. Auch das Brexit-Votum am 23. Juni 2016 wäre zu erwähnen. Trotzdem haben wir über die beiden Jahre hinweg positive Renditen erzielen können. Das hat die Kunden gefreut, und diese stehen im Mittelpunkt all unserer Handlungen.

MP: Für uns war es vielmehr eine Genugtuung. Oftmals wird ohne vertiefte Kenntnisse geschrieben, passiv zu investieren sei ideal. Aber uns gelingt es offensichtlich, bei einer fairen Kostenbasis den Wert des aktiven Handelns aufzuzeigen. Die Jahre 2015 und 2016 waren typisch in ihren Schwankungsbreiten für die letzten 20 Jahre. Nicht stabile Kurse, sondern die Schwankungen der Meinungen und Erwartungen ermöglichten uns, aktiv ins Geschehen einzugreifen. Wenn die Leute Angst haben, verkaufen sie, und wenn die Kurse wieder hoch sind, kaufen sie dazu. Nach dem Brexit-Votum wurde beispielsweise der Personaldienstleister Adecco wie eine heisse Kartoffel fallen gelassen. Wir haben die Chance genutzt, um auf einem attraktiven Niveau einzusteigen. Nur wenige Monate später wurde Adecco, wie es von uns erwartet wurde, mit zahlreichen neuen Aufträgen eingedeckt. Nun gilt es Teilbereiche von Adecco-Kunden in London nach Paris, Frankfurt und Dublin zu transferieren. Die Lage hat sich derart entwickelt, dass der Aktienkurs um rund 50% zugenommen hat.

TD: Das ist kein Einzelfall. Schon nach dem 15. Januar 2015 wurden Aktien von Unternehmen, die eine gewich-

tige Kostenbasis in der Schweiz und die Mehrheit der Kundschaft im Ausland haben, veräussert. In diesem Ausverkauf hatten wir unsere Positionen beim Pharmazulieferer Lonza und beim Privatmarktanbieter Partners Group aufgebaut. Unternehmen, die stets ihre Dividen den erhöht und deren Aktienkurse sich verdoppelt haben. Wir versuchen auch weiterhin mit Demut und Disziplin – und dem tagtäglichen intensiven Studium des Newsflows – die Chancen zu nutzen, die sich auf dem Kapitalmarkt ergeben. Nicht nur einzelne Kunden, sondern auch Pensionskassen können wir vermehrt mit diesem Ansatz überzeugen. Denn weder emotionale Entscheide noch passives Verhalten wirken dauerhaft gleichermassen positiv auf die Rendite wie das disziplinierte, aktive Investieren.

Welche Bedeutung hat das „disziplinierte“ Nachdenken?

MP: Selbst wenn viele Menschen aus ihren subjektiven Nachrichtenströmen die Nahrung für ihre Meinung gewinnen, so müssen wir unabhängig davon ein solides makroökonomisches Bild für unsere Handlungen zugrunde legen. Wir machen Beobachtungen aus einer Vielzahl von Daten, um die Grundströme und Trends des wirtschaftlichen Zusammenlebens zu verstehen. Viele glauben beispielsweise, dass die USA eine starke Volkswirtschaft sei. Tatsache ist jedoch, dass der wesentliche Wachstumstrend des Bruttoinlandprodukt in den letzten Jahren nicht durch Produktivitätsgewinne, sondern durch Einwanderung erklärt werden kann. Bei einem migrationsfeindlichen US-Präsidenten gerät der Wachstumspfad ins Wanken. Die Infrastruktur ist in einem pitoyablen Zustand, hohe Studiengebühren wirken demotivierend, sich weiterzubilden, und der Staat ist hochverschuldet – viel höher als ganz Europa zusammen.

TD: Der Wachstumspfad in den USA wird unter Donald Trump kaum steiler. Wer die Kapitalmärkte genau studiert, erkennt, dass unter seiner Führung vor allem die Teuerung anziehen wird, nicht aber die Produktivität. Von den anstehenden wirtschaftspolitischen Weichenstellungen erwarten wir ab Herbst 2017 keine aussergewöhnlichen Konjunktureffekte. Auch der US-Anleihenmarkt bleibt gelassen: Im Bereich der 10- bis 30-jährigen Anleihen signalisieren die Renditen, dass es keine nachhaltigen Wachstumsimpulse geben wird. Bei den kürzeren Anleihen wird signalisiert, dass die Massnahmen der Trump Administration vor allem für Inflation sorgen könnten.

MP: Was die Innovationskraft betrifft, kann die Verhinderung von Migration sogar eine Umkehr der brillanten Forscher nach Europa und Asien fördern. Das sieht man daran, dass sich an den berühmten Forschungsstätten an der Ost- wie auch an der Westküste Nervosität ausbreitet. Viele geniale Forscher sind zugewandert, auch die Gründer von Apple, Google/Alphabet und Amazon. Um die Breite und Tiefe der Innovationskraft zu beschleunigen, wurde beispielsweise zur Computerprogrammierung Zehntausende von Indern eingeflogen. In Mathematik und Physik haben zunehmend asiatische und europäische Professoren das Metier in ihrer Hand. Das ist die Chance von Europa. Denken wir nur schon an die geniale Forschungsstätte CERN in Genf, wo auch das Internet erfunden wurde. Wir können mit dieser Diversität aufholen, und tun dies offensichtlich auch. Zürich ist für Google zur wichtigsten Forschungsstätte ausserhalb der USA geworden. Die Suche nach jungen Forschern beschleunigt sich – wie vieles in Europa. Im Jahr 2016 waren die Wachstumsraten in Europa spürbar höher als in den USA. Irland und Spanien sind mit 3.4% sogar doppelt so rasch wie die USA gewachsen. Die Arbeitslosigkeit hat sich in Europa stärker zurückgebildet. Es herrscht eine



DIE MESSGRÖSSE FÜR
INVESTOREN IST IMMER
DIE VOLATILITÄT DER MÄRKTE!
DIESE LIEGT DERZEIT AUF EINEM
MEHRJÄHRIGEN TIEF. ZUGLEICH SIND NOCH
IMMER VIELE INVESTOREN
KAUM MASSGEBLICH IN AKTIEN
INVESTIERT! DARUM SEHEN WIR
IN EUROPA DEM BEGINN EINES LANGJÄHRIGEN
**KONJUNKTUR-
AUFSCHWUNG**
SEHR POSITIV ENTGEGEN!

Stimmung unter Konsumenten und Unternehmern wie seit sechs Jahren nicht mehr.

Das ist doch ein positiver Ausblick!

TD: In der Tat. Vor lauter Krisen haben wir uns vielleicht allzu sehr ans Denken in negativen Dimensionen gewöhnt. Fakt ist: So stark wie in den vergangenen Monaten ist die Weltwirtschaft seit vielen Jahren nicht mehr gewachsen. Eher flau war das Wachstum in den USA, doch befindet sich die Volkswirtschaft auch eher am Ende eines längeren Konjunkturzyklus. Mit klaren Aufschwungserwartungen ist Europa ins Jahr 2017 gestartet. Die als konjunkturzyklische Frühindikatoren geltenden Einkaufsmanagerindizes haben in allen Sektoren und Ländern ein 3- bis 6-Jahres Hoch erreicht. Die Wachstums- erwartungen wurden zudem in China, Indien und Japan nach oben revidiert. Insbesondere Indien gefällt uns, weil dem Subkontinent mit 1.3 Milliarden Menschen ein enormer Wachstumszyklus bevorsteht. Wer sein Geld anlegen will, soll dies mit Realanlagen tun, um am wirtschaftlichen Wachstum zu partizipieren. Mit Nominalanlagen drohen Verluste.

Also soll man vermehrt in Aktien investieren?

MP: Die Massgrösse für Investorenangst ist die Volatilität. Diese liegt derzeit auf einem mehrjährigen Tief. Zugleich sind noch immer viele Investoren kaum massgeblich in Aktien investiert. Gewiss kann man seinem Anlagehorizont entsprechend einen substanziellen Anteil in die Realwirtschaft investieren, denn wir stehen in Europa erst am Beginn eines längeren Konjunkturaufschwungs. In den USA stehen wir dagegen bereits auf einer fortgeschrittenen, sogenannt spätzyklischen Entwicklung. Die Beschäftigungslage gleicht da der Vollbeschäftigung – mindestens von jenen, die über einen College-Abschluss verfügen. Die Gewinnmargen liegen auf einem historischen Hoch. Dies erlaubt der US-

amerikanischen Zentralbank Federal Reserve, die Zinsen bis Ende 2018 schrittweise, aber deutlich anzuheben. Bei einer Verzinsung von zehnjährigen Staatsanleihen von 2.5% bleiben die hoch bewerteten US-Aktien als Alternative eher risikobehaftet.

TD: Wir staunen, dass in der Schweiz noch immer 800 Milliarden Franken in zinslose Anlagen investiert sind. Nominalanlagen sind durch Inflation in ihrer Funktion zur Werterhaltung gefährdet. Das Umfeld in Europa hat sich geändert. Sparkontos weisen de facto – unter Berücksichtigung der stetig steigenden Gebühren – eine Negativverzinsung auf. Zehnjährige Staatsanleihen werfen in der Schweiz -0.2% ab: Ja, Sie haben das negative Vorzeichen richtig erkannt. Bei Anleihen der höchsten Bonitätsstufe muss man sogar noch mehr drauflegen, falls man sich für fünfjährige Anleihen entscheiden würde. Dafür lohnt sich das längerfristige Investieren in Aktien. Die Dividendenrendite in unseren Portfolios liegt fast 4% höher als die Verzinsung aller eidgenössischen Anleihen. Wer da Geduld hat, kann sich damit den entsprechenden Risikopuffer für allfällige Schwankungen im Portfolio erarbeiten. Wer heute absolute Sicherheit will, muss dafür bezahlen.

Welche Rolle spielt die Inflation?

MP: Mit den laufend verbesserten Konjunkturdaten nehmen die Deflationsängste ab und wächst der Inflationsoptimismus. Wer die Rückkehr betonen will, nennt die jüngste Entwicklung an der Teuerungsfront «Reflation». In den beiden weltweit grössten Volkswirtschaften ist die Veränderung der Inflation Ende Januar 2017 gegenüber dem Vorjahr deutlich erkennbar. Inzwischen liegt sie sowohl in den USA wie auch in China bei 2.5%. In Deutschland sind sämtliche Güter und Dienstleistungen im Durchschnitt 1.9% teurer als vor einem Jahr; im Vereinigten Königreich 1.8% und in Frankreich 1.4%. Für die Schweiz wird erwartet, dass am Jahresende 2017 eine Teuerungsrate von 1.0% resultieren dürfte.

TD: Nicht mehr die Rezession, sondern das Ausmass des Aufschwungs steht im Fokus des Marktgeschehens. Entsprechend vorsichtig muss der Investor agieren, denn die Zins- und Teuerungswende scheint sich immer deutlicher abzuzeichnen. Dies verschlimmert die Aussichten für Nominalwerte und verändert den Sachverhalt für Menschen mit einer geringen Risikoneigung. Wer sein Spargeld auf einem Bankkonto bunkert, erhält gewiss keinen nennenswerten Zins – weder heute noch morgen. Zudem nagt die Inflation – wir rechnen in der Schweiz mit 1% in den kommenden Jahren – konstant an der Kaufkraft.



Weshalb wird von den Zentralbanken oftmals eine Inflationsrate von 2% angestrebt?

MP: Bei 0% Inflationsrate wären einzelne Unternehmen, Branchen und Volkswirtschaften gezwungen, ihre allenfalls eingetrübte Wettbewerbsfähigkeit durch sinkende nominale Löhne wieder zu stärken. Einfacher ist es, bei einer Teuerung von 2.5% die Löhne nur um 1.5% ansteigen zu lassen, um dieselbe Wirkung zu erzeugen. Zudem verfügen die Zentralbanken über mehr Handlungsspielraum, wenn eine moderate Teuerung vorliegt.

Ein deutscher Ökonom hat es bildhaft so beschrieben: «Inflation ist das Schmiermittel der Ökonomie. Wenn zu viel Öl im Motor ist, verrussen die Kerzen, und wenn zu wenig drin ist, gibt es einen Kolbenfresser.» Eine zu hohe Inflation verursacht hohe wirtschaftliche und soziale Kosten (siehe derzeit Venezuela), weshalb das Öl sparsam dosiert sein sollte. Aber es darf auch nicht ausgehen. Nullinflation ist keine sinnvolle Zielgrösse.

Ein deutscher Ökonom hat es bildhaft so beschrieben: «Inflation ist das Schmiermittel der Ökonomie. Wenn zu viel Öl im Motor ist, verrussen die Kerzen, und wenn zu wenig drin ist, gibt es einen Kolbenfresser.» Eine zu hohe Inflation verursacht hohe wirtschaftliche und soziale Kosten (siehe derzeit Venezuela), weshalb das Öl sparsam dosiert sein sollte. Aber es darf auch nicht ausgehen. Nullinflation ist keine sinnvolle Zielgrösse.

Nehmt ihr auch Anlagen in Schwellenländern vor?

MP: Wir sind da eher vorsichtig – bei den Anleihen wie auch bei Aktien. Wer passiv in Schwellenländer investiert, sieht sein Kapital den Länderrisiken von Griechenland, Türkei, Russland, Südkorea, Philippinen und Süd-

afrika ausgesetzt. Das gefällt uns nicht. Schwellenländer sind äusserst heterogen. Wie anderswo auch nehmen wir mit Disziplin eine Analyse vor, um herauszuschälen, wo die mittel- und längerfristigen Vorteile die entsprechenden Risiken deutlich überwiegen. Deshalb sind wir in einem begrenzten Ausmass über einen breit diversifizierten Aktienfonds in Indien engagiert. Zudem partizipieren wir über europäische Unternehmen wie Nestlé oder Clariant massiv von der Wachstumsentwicklung in den Schwellenländern. Bei Nestlé liegt der Umsatzanteil bereits bei 45%.

TD: Indien bewegt sich auf einem Niveau wie vielleicht China vor 15 Jahren. Das realwirtschaftliche Wachstum ist greifbar. In Indien macht sich unter den jungen, gut gebildeten Menschen ein immenser Optimismus breit. Die Demografie spricht für Indien. Alle 30 Tage wird eine Million Inderinnen und Inder 18 Jahre alt. Die kümmern sich nicht um Trumps Politik oder um den Brexit. Die arbeiten, sparen, konsumieren – in einem Ausmass, wie es die Weltwirtschaft noch nie gesehen hat. Indien ist ein Lichtblick der Weltwirtschaft, wenn die wirtschaftsfreundliche und zugleich sozial ausgerichtete Regierung den grössten Teil ihrer Vorhaben umsetzt. Dazu zählt, dass für die Ärmsten im Land mit zusätzlichen Sozialausgaben gesorgt wird. Budgetiert ist eine Erhöhung von 24% zur Unterstützung der Landbevölkerung.

MP: Auf positives Echo ist zudem der Ausbau der Infrastrukturinvestitionen gefallen. Was im desolaten Zustand ist, soll verbessert werden, damit die Landwirtschaftsbetriebe mit ihren Frischprodukten nicht in Sumpf und Morast stecken bleiben, sondern mit ihrer Ware rechtzeitig die urbanen Absatzmärkte erreichen. Ausserdem soll der Gewinnsteuersatz für kleinere und mittlere Unternehmen auf 25% gesenkt werden. Ein weiterer Schub soll die Einführung einer landesweiten Umsatzsteuer bringen; bislang gab es eine Vielzahl von lokalen und regionalen Umsatzsteuern, wodurch das Potenzial des Binnenmarktes Indien nicht ausgeschöpft werden konnte. Die Verbreitung von 500 Millionen Smartphones hat Indien innert Kürze ins digitale Zeitalter katapultiert. Der Markt ist viel zukunftssträchtiger als jener in den USA geworden. Auch bei Schwellenländer-Anbietern Alibaba, Tencent und Baidu übertreffen die Wachstumsraten jene von Amazon, Facebook und Ebay. Da

gerät eine Weltordnung ins Wanken. US-Unternehmen verlieren in den Schwellenländern Marktanteile. Sie sind oftmals zu wenig anpassungsfähig.

Was macht euch Sorgen?

TD: Wir machen uns jeden Tag Gedanken, wie der optimale Weg zum Vermögenserhalt und zur Vermögensvermehrung aussieht. Wir nehmen makroökonomische Einschätzungen vor, untersuchen die Unternehmen nach fundamentalen Entwicklungen und berücksichtigen die „technische“ Verfassung der Märkte. Solide Wachstumsperspektiven und steigende Unternehmensergebnisse stimmen uns zuversichtlich. Gemeinsam bei Unternehmen, in die wir investiert sind, konnte der Ausblick fürs Jahr 2017 spürbar erhöht werden. Der Gewinnzyklus bei europäischen Unternehmen ist immer noch am Anfang. Vom Bruttogewinn (EBIT: Earnings Before Taxes and Interest) wird in den kommenden Jahren weniger für die Zinsen aufgewendet werden müssen. Allmählich schlägt sich die Niedrigzinspolitik der EZB in der Bilanz und Erfolgsrechnung eines europäischen Unternehmens nieder. Wenn nun die Umsätze steigen, die Produktivität steigt und die Fremdkapitalkosten sinken, ist das hervorragend. Entsprechend werden europäische Unternehmen in den kommenden Jahren vom Aufschwung überproportional profitieren können.

MP: Aber die politischen Unwägbarkeiten sorgen zugleich dafür, dass sich die Aktienkurse in kleinen Schritten entwickeln, ohne Euphorie aufkommen zu lassen. Das gefällt uns. Wir erwarten weiterhin einen Aufschwung. Die beste Zeit kommt noch, vielleicht auf leisen Sohlen. Nüchtern betrachtet sollte daraus auch in den kommenden Jahren eine positive Anlagenrendite resultieren, gewiss mehr als auf einem Bankkonto.



Prof. Dr. Maurice Pedernana
Chefökonom & Geschäftsführender Partner
Zugerberg Finanz AG



Timo Dainese
Gründer & Geschäftsführender Partner
Zugerberg Finanz AG

Zugerberg Finanz AG
Lüssiweg 47, CH-6301 Zug
www.zugerberg-finanz.ch