



## Editorial

Vielleicht war der Griff in den Giftschrank vor 5 Jahren mit der Einführung von Negativzinsen der Start für ein ganz neues Anlageumfeld, das einfach noch nicht richtig verstanden wird. Also eine ähnliche Zäsur wie der Bruch mit dem Bretton-Woods-System 1971, dessen Auswirkungen der flexiblen Wechselkurse erst Jahre später klar wurden. Wenn Negativzinsen zum Dauerzustand werden – und sogar weiter gesenkt werden –, was bedeutet das für Privatanleger, Pensionskassen, die Wirtschaft, die Politik?

Mit diesen Fragen befassen wir uns täglich. Die Zentralbanken scheinen den Krisenmodus zum Normalzustand erklärt zu haben. In solch unsicheren Zeiten ist das persönliche Gespräch sehr wichtig, um offen über Ihre Ziele und Möglichkeiten zu diskutieren. Niemand kann in die Zukunft sehen, aber man kann sich so auf die verschiedenen Szenarien vorbereiten.



Christoph Schwarz,  
Vorstand

## WIE KANN MAN SICHER ANLEGEN?

### Negativzinsen bedeuten gesicherte Verluste

*Die Entwicklungen auf der Weltbühne verunsichern viele Anleger. Negativzinsen weit und breit. Anleger finden kaum mehr Anleihen vertretbarer Qualität, welche nicht negativ rentieren. Deshalb gibt es auf diese einfache Frage keine einfache Antwort.*

CHIMERICA war das Akronym für die Symbiose der beiden grossen Volkswirtschaften USA und China. Die Weltwirtschaft wurde ab und zu als Jumbojet mit zwei Flügeln dargestellt, die sich beide brauchen und so das Wachstum antreiben. China war Werkbank, USA war Konsument. Seit der Präsidentschaft Trump stottern die Motoren. Der Jumbo wird ausser Dienst gestellt. Die US-Regierung will das riesige Handelsbilanzdefizit reduzieren und greift hierfür auf unilaterale Massnahmen wie Zölle zurück. Sie hat damit einen Handelskrieg angezettelt. Früher hatten sich Ungleichgewichte im Handel durch Währungsanpassungen verbessert. Oft wurden sie in Zusammenarbeit unter den Regierungen und Zentralbanken angestrebt, so z.B. das «Plaza-Abkommen» Mitte der Achtzigerjahre. Sowohl der JPY wie die DEM

wurden damals konzertiert gegen den USD aufgewertet. Solch gemeinsames Vorgehen scheint heute kaum mehr möglich. Die US-Regierung agiert im Alleingang, Deutschland hat keine eigene Währung mehr und China als aufstrebende Weltmacht wird nicht als Partner, sondern als Gegner gesehen. Aus Sicht einer kleinen, offenen Volkswirtschaft wie der Schweiz sind sowohl Handels- wie auch Währungskriege keine gute Sache.

### Europa von Welt- und Innenpolitik unter Druck

Der Brexit steht vor der Tür, das neue Personal an der Spitze der EU-Kommission, des EU-Parlaments und der Zentralbank ist noch nicht im Amt, und die Interessen von Nord und Süd, Ost und West klaffen z.T. weit auseinander. Hinzu kommt die rasante technologische Entwicklung, in

Fortsetzung nächste Seite

## Gold steigt in Aktien-Baisen (indexiert, Januar 1998 – August 2019)



der Europa eine untergeordnete Rolle spielt. Sinnbild dafür ist die kriselnde deutsche Automobilindustrie. Sie wird sowohl vom Handelsstreit wie vom Wandel hin zu Elektroautos geschüttelt. Die wichtigste Entwicklung in Europa während diesem Sommer war der geschickte Schachzug des französischen Präsidenten, Frau Lagarde ins oberste Amt der Europäischen Zentralbank zu hieven. Er scheint zu wissen, dass im zerstrittenen Europa noch lange nicht die EU-Kommission als vielmehr die Europäische Zentralbank die Hauptrolle spielen wird.

### Wer braucht tiefere Zinsen? Wer braucht Negativzinsen?

Christine Lagarde ist ein Politstar, das Gegenteil früherer Technokraten an der Notenbankspitze. Einige jubeln in der Hoffnung, sie werde den Euroraum zusammenhalten und die EU-Regierungen von einer engeren Zusammenarbeit mit der Geldpolitik überzeugen. Die fiskalpolitische Komponente wird dadurch noch wichtiger. Die geldpolitischen Experimente dürften sich dabei sogar ausweiten! Schon heute sind die Negativzinsen eine Art Umverteilungsmechanismus von Nord nach Süd. Wer braucht noch tiefere Zinsen, vor allem wer braucht Negativzinsen? Eine Zentralbank soll in Krisen für genügend Liquidität sorgen. Sie kann die Zinsen auf null senken, alles, was darunter liegt, birgt grosse Gefahren! Wäre es nicht gescheiter, die Zinsen einfach auf Null zu setzen, bis die Wirtschaft wieder stärker wird und Inflation zu beobachten ist? Gute Schuldner können sich günstig, also fast zu null finanzieren, schwächere müssten

mehr Risikoaufschlag zahlen. So funktioniert die disziplinierende Wirkung eines Marktes. Eine leichte Deflation müsste dabei ebenso in Kauf genommen werden wie eine leichte Inflation. Nur bei einer erneuten Finanzkrise würde eingegriffen werden, wobei dann das neu geschaffene Instrumentarium inkl. Bankenabwicklung greifen könnte. Käme so nicht wieder Vertrauen in die Zukunft zurück? Immer neue Experimente verunsichern weiter! Hoffentlich tut Frau Lagarde das langfristig Richtige, nicht das kurzfristig politisch Opportune. Die Chancen stehen u.E. nicht sehr gut. Vielleicht sollte man noch etwas Gold zukaufen.

### Hilft Gold einem Portfolio?

Kaum etwas ist so umstritten wie Gold in einem Portfolio. Die einen erachten es als barbarisches Relikt, andere sehen darin eine werthaltende Währung ohne Gegenpartierisiko. In der sich heute präsentierenden Welt macht Gold aus unserer Sicht mehrfach Sinn. Erstens wirken negative Zinsen für Gold positiv. Zweitens hat Gold tatsächlich kein Gegenpartierisiko, kann also nicht menschengemacht erschaffen oder zerstört werden. Und drittens scheint Gold vermehrt als gute Absicherung vor Aktienmarkttauchern zu wirken (siehe Grafik).

### Die Zeichen stehen auf «Weiter wie bisher»

Alle scheinen gefangen in ihrer Rolle und klammern sich an ihr Mandat. Deshalb wird es wohl weitergehen wie bisher. Voraussichtlich so lange, bis ein externer Schock diesen Weg abrupt beendet. Was

könnte das sein? Der Brexit dürfte hierfür nicht ausreichen. Die Einführung einer Parallelwährung in Italien schon eher, wie auch ein Ölpreis-Schock, ein technologischer Black-Out oder ein möglicher Einsatz der erstarkten chinesischen Armee in Taiwan. Weil wir das nicht wissen, gilt es, die Portfolios möglichst robust zu gestalten und individuell so auszurichten, dass man in jeder Situation handlungsfähig bleibt.

### Wie also sicher(er) anlegen?

Sicher bzw. sicherer ist eine Frage der Perspektive und hängt davon ab, wofür das Vermögen vorgesehen ist. Wenn sicher heisst «ohne Schwankungen», dann bleibt nur Cash. Doch hier wird man für grössere Vermögen Negativzinsen zahlen müssen. Wir raten stets, genügend Kasse vorzuhalten. Etwa so viel, wie man die nächsten 2-3 Jahre braucht. Dann muss man nicht bei schwachen Märkten prozyklisch agieren. Alles andere als Cash ist leider unsicherer. Zumindest für jene, die Preisschwankungen mit Unsicherheit gleichsetzen. Denn Preise schwanken für Aktien wie für Edelmetalle, alternative Anlagen, Immobilien und Anleihen. Unser Rat bleibt: Investieren Sie diversifiziert. Unterscheiden Sie zwischen definitiven Verlusten und Preisschwankungen. 10-jährige Schweizer Staatsanleihen rentieren aktuell -1% pro Jahr. Für 100 investierte CHF erhält man in 10 Jahren 90 zurück! Das entspricht einem definitiven Verlust. Aktien haben zwar z.T. sehr hohe Preisschwankungen. Einige Unternehmen zahlen nach wie vor eine attraktive Dividende. 3% Dividende pro Jahr über 10 Jahre sind 30%. Die Schwankungen sind zwar höher als bei Bundesanleihen, der Risiko-Puffer beträgt, beides miteinander verglichen, über 10 Jahre immerhin rund 40%.

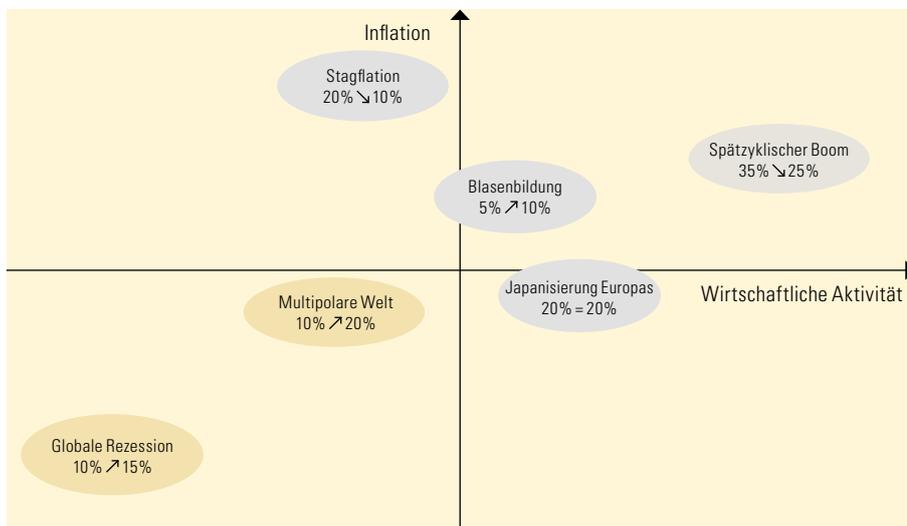


Christof Reichmuth,  
unbeschränkt haftender Gesellschafter

# UNSERE DENKSZENARIOEN

Silvan Betschart

## Verarbeitendes Gewerbe im Abschwung – Dienstleistungssektor stabil



Gelb = beschriebene Szenarien

### Fazit

- Verarbeitendes Gewerbe und Zinskurven deuten auf erhöhte Rezessionsrisiken
- Wachstumsabschwächung und Ölpreiskorrektur mindern Inflationsrisiken
- Verhärtete Fronten im Handelsstreit beschleunigen eine multipolare Entwicklung

### Multipolare Welt – Umlagerung politischer Machtverhältnisse

Die Trump-Administration lässt nichts aus, um das aufstrebende China in seinem wirtschaftlichen Aufschwung zu bremsen, vor allem wenn es um die Technologieführerschaft geht. Der grosse, globale Zusammenhalt, der zu Beginn der grossen Finanzkrise zu beobachten war, ist verpufft. Inzwischen dominiert die Verteidigung regionaler Interessen. Die USA setzen alles daran, durch Protektionismus die eigene Werkbank zu stärken. Europa kommt nicht vom Fleck, ist innenpolitisch blockiert und spielt im globalen Aussenhandel eine weniger zentrale Rolle. China wird durch die Auseinandersetzungen mit den USA zwar temporär gebremst, versucht aber vermehrt, die inner-asiatischen Handelsbeziehungen zu stärken.

### Globale Rezession – Währungskrieg als möglicher Auslöser

Ein destruktiver Währungskrieg gilt als weiterer Faktor, der die inzwischen fragile Weltkonjunktur herausfordert. Die chinesische Regierung kontert zusätzliche Handelszölle mit weiteren Abwertungen des RMB. Dies führt zu Zahlungsausfällen bei Unternehmen mit hohen USD-Schulden. Das globale Wachstum bricht ein, woraufhin auch die FED die Zinsen in den negativen Bereich senkt, um den USD zu schwächen und das Wirtschaftswachstum zu stimulieren. Massive Interventionen führen zu einem globalen Währungskrieg, in welchem die Schweiz aufgrund hoher Export-Abhängigkeit, solider Staatsfinanzen und hoher Rechtssicherheit schlechte Karten hat.

### OUT-OF-THE-BOX – Was, wenn die politische Elite das Richtige tut?

Nach über 5 Jahren Negativzins-Experiment mit mässig positiven Auswirkungen für die Realwirtschaft kommt auch die politische Elite zum Schluss, dass ausser steigender Ungleichheit und riesiger Schuldenberge nicht viel erreicht worden ist. Die Zinsen werden zuerst auf null gesetzt und dann schrittweise angehoben. Dies schützt die Vorsorgewerke vor dem Ausbluten. Kapital bekommt wieder einen Preis und wird wieder effizienter eingesetzt. Es startet ein Bereinigungsprozess, in dem die schlechten Unternehmen nicht überleben. Gewisse Vermögenspreisblasen, vor allem bei den Nominalanlagen, implodieren. Die Strukturereinigung führt zu steigender Inflation, was bei der realen Entschuldung hilft. Auch in der Politik erzielt man Fortschritte. Die Staatenlenker konstatieren, dass Unsicherheit und Zölle für jedermann schädlich sind. Auch Europa kommt vorwärts. Vereinzelt Länder verlassen den EUR und Deutschland akzeptiert, dass höhere Defizite nötig sind, um das EUR-Projekt am Leben zu erhalten.

### Anlageideen

- Aktien selektiv attraktiv
- Qualitätsanleihen und Staatsanleihen in USD
- Exposure zum Binnenmarkt Europa meiden
- Alternative Anlagen attraktiv

20%  
Wahrscheinlichkeit  
3 - 6 Monate

### Anlageideen

- Cash übergewichten
- Aktien untergewichten
- Festverzinsliche übergewichten (hohe Qualität)
- Gold, CHF übergewichten

15%  
Wahrscheinlichkeit  
3 - 6 Monate

# NACHFRAGESTAU

## Rezessionssignale im Industriesektor



Matthias Stader  
Kundenverantwortlicher

Das Wirtschaftswachstum kühlt sich weiter ab. Der im Handelsstreit besonders exponierte Industriesektor zeigt Rezessionssignale. Aber das Bekenntnis der Notenbanken, die Zinsen zu senken, hält die Vermögenspreise hoch, stützt den Konsum und erleichtert schlecht finanzierten Unternehmen und Staaten, dem Schuldendienst nachzukommen.

Trotz tieferem Realwachstum bevorzugen wir für die nächsten Monate Aktien gegenüber Anleihen.

### Das verarbeitende Gewerbe in der Krise

Die Weltwirtschaft verliert weiter an Schwung. Bis jetzt konzentriert sich der Abschwung v.a. auf das verarbeitende Gewerbe. Je nach Industrie sind die Bestellungseingänge schwach und viele Firmen warten mit Investitionen aufgrund der unsicheren geopolitischen Lage zu. Besonders betroffen sind Länder mit einem hohen Industrieanteil wie Deutschland. Die Nachfrageschwäche trifft die Industrie zu einem ungünstigen Zeitpunkt. Die Löhne sind in einigen Bereichen am Steigen. Hinzu kommen strukturelle Veränderungen in einigen Schlüsselindustrien, wie bspw. der Autoindustrie, welche grosse Zusatzinvestitionen in Forschung und Entwicklung bedingen. Je länger die Nachfrage schwach bleibt, desto stärker kommen die Margen unter Druck. Solche Zyklen sind im verarbeitenden Gewerbe eigentlich nichts Ungewöhnliches. Die aufgestaute Nachfrage kann zu stärkerer Nachfrage in der Zukunft führen. Oft geschieht dies ruckartig und kann zu einer schnellen Normalisierung bei der Ertragslage führen. Wichtige Vorlaufindikatoren zeigen noch keine Bodenbildung an. Angesichts der grossen Unsicherheiten in der Geopolitik, Verschiebungen in den

globalen Lieferketten sowie des technologischen Fortschritts besteht das Risiko, dass sich der Abschwung im verarbeitenden Gewerbe noch weiter verstärkt. Bis jetzt sind grössere Entlastungswellen ausgeblieben und die vielerorts rekordtiefen Zinsen helfen hochverschuldeten Unternehmen, ihre Schulden zu bedienen. Damit bleibt die Ansteckungsgefahr für andere Branchen, insbesondere im Konsum- und Dienstleistungssektor, vorerst tief. Das Wachstum dürfte aber ebenfalls tief bleiben und Länder wie Deutschland eine leichte Rezession durchlaufen.

| GDP Wachstums-<br>erwartungen | GDP Wachstum<br>aktuell | Wachstums-<br>erwartung<br>2019 |
|-------------------------------|-------------------------|---------------------------------|
| USA                           | 2.3%                    | 2.0%                            |
| Europa                        | 1.1%                    | 0.8%                            |
| Schweiz                       | 1.4%                    | 1.0%                            |
| Japan                         | 1.2%                    | 1.0%                            |
| China                         | 6.2%                    | 6.0%                            |

### Globaler Zinsstimulus

Die US-Notenbank hat die Leitzinsen erstmals seit dem Start des Zinserhöhungszyklus um 25 Basispunkte gesenkt. Die US-10-Jahreszinsen sind rund 100 Basispunkte gefallen. Damit ist die US-Zinskurve in den letzten Wochen deutlich invers geworden und sendet ein Rezessionssignal aus. Neben der ersten Leitzinssenkung wurde das Bilanzverkürzungsprogramm (QT) gestoppt. Gleichzeitig steigt das Fiskaldefizit der USA laufend an und die Forderung, die Wirtschaft mit neu gedrucktem Geld anzukurbeln, findet Unterstützung bei populistischen Politikern (MMT). Es scheint eine Frage der Zeit zu sein, bis die FED die Anleihenkäufe wieder aufnimmt. Der Trend in den USA ist symptomatisch für den Rest der Welt. Die Verschuldung steigt in allen Regionen, sowohl auf Staats- wie auch auf Unternehmensebene.

relativ stabil und lassen kaum Stress erkennen. Die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen haben sich dieses Jahr wenig verändert. Positiv rentierende Anleihen bleiben insbesondere in Europa und der Schweiz Mangelware – sind aber trotz z.T. fraglicher Qualität entsprechend gefragt.

Die Zinsen dürften global weiter sinken. In den USA besteht zweifelsohne Spielraum, die Leitzinsen weiter zu senken, was nicht ungenutzt bleiben wird bis Ende Jahr. Auch einige Schwellenländer haben aufgrund der tiefen Inflation Raum für Zinssenkungen. In Europa und in der Schweiz sind die Realrenditen trotz tiefer Inflation bereits deutlich im negativen Bereich und Sparer erleiden reale Kaufkraftverluste. Durch die Umverteilungseffekte von negativen Zinsen dürfte der Druck der Öffentlichkeit auf die Politik weiter zunehmen und Mehrheiten für Reformen schwierig machen. Deshalb bleibt eine Verschärfung der

Trotz zunehmender Verschuldung und Wachstumsabschwächung sind die Zins- und Kreditmärkte bis auf wenige Ausnahmen

Negativzinsen in Europa kurzfristig wohl der einzig gangbare Weg. Trotz sinkendem Zinstrend bleiben Anleihen als Anlageklasse aber insgesamt unattraktiv. Qualitätsanleihen rentieren in der Schweiz und Europa null oder negativ. Wir empfehlen,

keine allzu grossen Abstriche bei der Qualität in Kauf zu nehmen. USD-Anleihen von Qualitätsunternehmen und ausgewählten Schwellenländern weisen u.E. noch das beste Rendite-/Risiko-verhältnis auf.

| Zinserwartungen | 3 M-Zins (Libor) | Erwartung 3 - 6 M | 10 J-Swap | Erwartung 3 - 6 M |
|-----------------|------------------|-------------------|-----------|-------------------|
| USA             | 2.1%             | Tiefer            | 1.5%      | Tiefer            |
| Europa (D)      | -0.4%            | Tiefer            | -0.3%     | Leicht tiefer     |
| Schweiz         | -0.8%            | Tiefer            | -0.6%     | Leicht tiefer     |
| Japan           | -0.1%            | Unverändert       | -0.1%     | Unverändert       |

### Realistische Gewinnerwartungen?

Obwohl die Gewinnerwartungen bereits seit einigen Monaten nach unten revidiert werden, erscheinen die Gewinnschätzungen bei Aktien für 2020 weiterhin ambitioniert. Gemessen an den Konsensschätzungen sollten die Gewinne für US-Unternehmen 2019 einstellig wachsen und sich ab nächstem Jahr wieder auf ein zweistelliges Wachstum beschleunigen.

Gerade in einigen zyklischen Sektoren sind die Visibilität aktuell tief und die Gewinnerwartungen unsicher. Der rückläufige Ölpreis schmälert die Gewinne bei Energieaktien. Mit sinkenden Zinsen dürften die Gewinne der Banken zurückkommen, insbesondere in Europa. Und im Industriesektor schlagen der Investitionsstau und der Bestellrückgang möglicherweise stärker auf die Ergebnisse durch als heute erwartet. Deshalb bevorzugen wir für die nächsten Monate weniger zyklische, gross kapitalisierte Qualitätsunternehmen mit attraktiven

laufenden Ausschüttungen. Die Gewinnerwartungen scheinen uns in diesem Bereich besser abgestützt. Die Risikoprämie von Aktien bleibt insgesamt attraktiv. Die Zinssituation stützt die Aktienbewertungen, trotz rückläufiger Konjunktur. Deshalb ziehen wir Aktien gegenüber Anleihen weiterhin vor. Aber aufgrund der bestehenden Rezessionssignale halten wir einen Teil der Aktienquote über Put-Optionen abgesichert.

Falls sich der Nachfragestau im verarbeitenden Gewerbe in den nächsten Monaten lösen sollte, dann wären insbesondere zyklische Aktien aus Europa und Asien kaufenswert. Zudem haben in den letzten Monaten kleiner kapitalisierte Gesellschaften deutlich schwächer abgeschnitten als Large Caps. Wer einen genügend langen Zeithorizont hat und mit grösseren Schwankungen leben kann, für den bieten sich hier bereits heute Zukaufsmöglichkeiten in diesen Segmenten.

| Aktienmarkt    | Indexstand (16.08.2019) | Kurs/ Gewinn | Kurs/ Umsatz | Kurs/ Buchwert | Div./ Rendite | Erwartung 3 - 6 Monate |
|----------------|-------------------------|--------------|--------------|----------------|---------------|------------------------|
| S&P 500        | 2 918                   | 17.5         | 2.1          | 3.3            | 2.0           | Seitwärts              |
| DAX            | 11 563                  | 13.7         | 0.8          | 1.5            | 3.4           | Seitwärts              |
| SPI            | 11 827                  | 18.1         | 2.0          | 2.2            | 3.0           | Steigend               |
| TOPIX          | 1 485                   | 12.1         | 0.7          | 1.1            | 2.6           | Seitwärts              |
| China H-Shares | 9 964                   | 8.1          | 1.0          | 1.0            | 3.9           | Seitwärts              |

**Kurz & klar**

### Macht Gold ein Portfolio sicherer?

In den letzten grossen Aktienmarktkorrekturen haben Anleihen und Gold ein gemischtes Portfolio gut diversifiziert. Während beim 2000er Crash noch Anleihen die bessere Absicherung waren, ist das seit dem Negativzinsregime Gold. Das ist auch intuitiv verständlich, denn negativ rentierende Anleihen können kaum noch Kursgewinne in Baissephasen erzielen. Zudem ist das Angebot von Gold beschränkt, während das Angebot an Anleihen mit der weltweit steigenden Verschuldung rasant wächst. Halten die Zentralbanken an ihrer Politik fest, erwarten wir auch zukünftig bessere Diversifikationseffekte von Gold als von Anleihen.

|                       | 01.09.2000 - 11.03.2003 | 12.10.2007 - 27.02.2009 | 22.07.2011 - 10.08.2011 | 05.08.2015 - 11.02.2016 | 01.10.2018 - 25.12.2018 |
|-----------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Aktien Welt (MSCI TR) | -59%                    | -55%                    | -25%                    | -17%                    | -15%                    |
| Aktien Schweiz (SPI)  | -54%                    | -48%                    | -21%                    | -19%                    | -10%                    |
| Gold                  | -2%                     | +24%                    | -1%                     | +14%                    | +7%                     |
| Swiss Bond Index      | +21%                    | +5%                     | +2%                     | +2%                     | +1%                     |

# ANLAGEPOLITIK IM ÜBERBLICK

Cajetan Bilgischer

## Alternative Anlagen stützen breite Diversifikation

| Anlageklasse                          | Positionierung |    |   |   |   |    |      | Kurz zusammengefasst  |
|---------------------------------------|----------------|----|---|---|---|----|------|---|
|                                       | Min.           | -- | - | 0 | + | ++ | Max. |   |
| <b>Anleihen</b>                       |                |    |   |   |   |    |      | <p>Mit der ersten Leitzinssenkung seit mehr als 10 Jahren hat die FED das internationale Verharren im Tief- bzw. Negativzinsumfeld zementiert. In der Folge sind die Renditen vieler Staatsanleihen abgesackt, wobei die US-Zinskurve inzwischen invers ist. Wir haben US-Unternehmensanleihen zu Gunsten von Schwellenländeranleihen verkauft. Anleihen bleiben insgesamt eine unattraktive Anlageklasse.</p>  |
| USA                                   |                |    |   |   |   |    |      |   |
| Europa                                |                |    |   |   |   |    |      |   |
| Schweiz                               |                |    |   |   |   |    |      |   |
| Emerging Markets                      |                |    |   |   |   |    |      |   |
| <b>Aktien</b> (teilweise abgesichert) |                |    |   |   |   |    |      | <p>Aufgrund der potenziellen Eskalation im Handelsstreit und einer möglichen Verschärfung der Negativzinsen in der Schweiz haben wir bei den Aktien den Home-Bias zu Lasten von Asien erhöht. Asien ist kurzfristig im Gegenwind und Schweizer Dividendentitel gelten als Hauptprofiteure der Zinslandschaft in der Schweiz. Put-Absicherungen auf US-Aktien erachten wir weiterhin als sinnvoll und bei den Sektoren sind wir eher defensiv positioniert.</p>          |
| USA                                   |                |    |   |   |   |    |      |   |
| Europa                                |                |    |   |   |   |    |      |   |
| Schweiz                               |                |    |   |   |   |    |      |   |
| Japan                                 |                |    |   |   |   |    |      |   |
| Asien/Emerging Markets                |                |    |   |   |   |    |      |   |
| <b>Alternative Anlagen</b>            |                |    |   |   |   |    |      | <p>Steigende geopolitische Spannungen, sowie die im historischen Vergleich relativ hohen Bewertungen an den Aktienmärkten, machen alternative Risikoprämien zusehends attraktiver. Die Schwankungsanfälligkeit der Märkte hat deutlich zugenommen, wobei grössere Kursbewegungen an der Währungsfront Chancen für flexible Makro-Investoren bieten. Aufgrund der gestiegenen Wahrscheinlichkeit eines Währungskrieges haben wir die Goldquote jüngst leicht erhöht.</p> |
| Hedge Funds                           |                |    |   |   |   |    |      |   |
| Insurance-Linked Securities           |                |    |   |   |   |    |      |   |
| Rohstoffe inkl. Gold/Silber           |                |    |   |   |   |    |      |   |
| Immobilien                            |                |    |   |   |   |    |      |   |
| <b>Währungen</b>                      |                |    |   |   |   |    |      | <p>Ein globaler Währungsabwertungswettbewerb kennt keine Gewinner. Wir verringern das Fremdwährungsrisiko zu Gunsten der Heimwährung und Gold, indem wir die europäische Gemeinschaftswährung sowie den USD weiter reduzieren. Im Hinblick auf das Restrisiko eines Ölpreis-Schocks erhöhen wir die NOK-Quote.</p>  |
| USD                                   |                |    |   |   |   |    |      |   |
| EUR                                   |                |    |   |   |   |    |      |   |
| CHF                                   |                |    |   |   |   |    |      |   |
| Andere                                |                |    |   |   |   |    |      |   |

Vorher
  Aktuell
 ← → Veränderung

Die detaillierte Anlagepolitik mit ausführlichen Markteinschätzungen können unsere Kunden gerne bei ihrer/-m Kundenverantwortlichen anfordern bzw. registrieren sich hierfür bei [nadine.vonwyl@reichmuthco.ch](mailto:nadine.vonwyl@reichmuthco.ch).



# AUFGRUND DER AKTUELLEN SITUATION:

## Die Chinesische Perspektive – Fokus auf die Stärkung der Binnenwirtschaft

Weshalb es im Mai nicht zu einer Einigung gekommen ist im Handelsstreit und weshalb Trump mit den angedrohten Sanktionen gegen Huawei den Konflikt eskalieren liess, darüber lässt sich nur spekulieren. Für die Chinesen müssen jedoch drei Bedingungen erfüllt sein, damit es zu einem Deal kommen kann:

1. Die sofortige Aufhebung aller Zölle
2. Der Gesamtwert der zu importierenden US Güter muss realistisch sein und
3. Der Vertragstext muss ausgewogen formuliert sein und die Würde beider Länder respektieren.

Die dritte Bedingung hat mit der Geschichte Chinas über die letzten 200 Jahre zu tun und der empfundenen Demütigung durch die imperialen Mächte. Der Vertragstext wurde als sehr einseitig interpretiert. Alle drei Bedingungen wurden aus Sicht der Chinesen nicht erfüllt. Mit den angedrohten US-Sanktionen gegen den chinesischen Technologiekonzern Huawei, auch wenn diese mittlerweile etwas gelockert wurden, ist die Wahrscheinlichkeit für eine Einigung in naher Zukunft zusätzlich gesunken. Denn es ist eine Frage der Nationalen Sicherheit gegenüber dem nationalen Stolz und dies zeigt auf, wie weit die Positionen der beiden Streitparteien immer noch auseinander liegen. Was bedeutet diese Situation für die Märkte in Asien und müssen wir als Basisszenario mit einem ähnlichen Ausverkauf an den Märkten in China und Asien rechnen wie im letzten Jahr, falls kein Deal zustande kommt?

### **China plant mit einem längeren Konflikt und stärkt die Binnenwirtschaft**

Im Vergleich zu 2018 gibt es heute doch einen erheblichen Unterschied. Während der Handelsstreit im letzten Jahr für ein

negatives Sentiment sorgte, war das selbstauferlegte Entschuldungsprogramm der chinesischen Regierung hauptverantwortlich für eine schwächelnde Wirtschaft. Ein grosser Teil des Privatsektors finanziert sich über das Schattenbankensystem, da es keinen direkten Zugang zu Bankkrediten hat. Die Trockenlegung des Schattenbankensystems und die Kreditverknappung führten zu einer regelrechten Liquiditätskrise. Ende 2018 hat die Regierung zu stützenden Massnahmen für den Privatsektor gegriffen. Die Liquiditätssituation hat sich verbessert. Zusätzlich hat die Regierung ein Fiskalprogramm gestartet, welches sich nun in der Umsetzung befindet.

Neben Steuersenkungen für Unternehmen und Haushalte werden die Unternehmen auch bei Abgaben für Sozialversicherungen entlastet. Insgesamt entsprechen diese stimulierenden Massnahmen 1.5%–2% der Wirtschaftsleistung. Würde der Handelsstreit vollends eskalieren und sollten diese Massnahmen nicht reichen, um die Wirtschaft zu stützen, könnte China zusätzlich zu einem geldpolitischen Instrument greifen, einer massiven Senkung des Mindestreservesatzes der Banken von aktuell 13.5%. Diese Liquiditätsschwemme würde den Abwertungsdruck auf den RMB erhöhen. Langfristige Anleger sollten sich deshalb von den Schwankungen nicht beeinflussen lassen.

### **Verbesserte Liquiditätssituation und Steuererleichterungen sorgen für eine positivere Stimmung**

Bei den Firmenbesuchen in Shanghai und den Meetings mit Experten kristallisierte sich heraus, dass sich dank den Steuersenkungen und verbesserter Liquiditätssituation das Vertrauen der Firmen erholt hat. Für viele Unternehmen spielt der Handelsstreit nur eine untergeordnete Rolle. Sogar für ein Exportunternehmen wie Shenzhou Interna-

tional, den grössten vertikal integrierten Bekleidungshersteller in China, welcher Uniqlo, Nike, Adidas und Puma zu seinen Kunden zählt, sind US-Importzölle verkräftbar. Der Konzern hat in den letzten Jahren stark in Vietnam und Kambodscha investiert. Rund 30% der Produktion findet in diesen Ländern statt. Die USA machen ca. 15% des Umsatzes aus. In Theorie könnte der Konzern die Handelszölle umgehen.

### **Der Binnenmarkt ist riesig. Für viele Firmen spielt der Handelskonflikt keine Rolle**

Für Firmen welche sich auf die Binnenwirtschaft fokussieren ist der Handelskonflikt nur ein Nebenschauplatz. ZTO Express, mit einem Marktanteil von 17% das grösste Express-Unternehmen in China, profitiert vom riesigen Binnenmarkt und dem wachsenden E-Commerce. Der Logistikkonzern gewinnt in einem stark fragmentierten Markt stetig Marktanteile dank Skaleneffekten und tiefen Kosten durch fortschreitende Digitalisierung bei den Verteilzentren. Unternehmen wie Anhui Conch Cement, der grösste gelistete Zementkonzern in China, geht in einem Markt der kaum mehr wächst dank einer hervorragenden Positionierung als Gewinner hervor. Der Konzern verfügt über reichhaltige Kalksteinvorkommen entlang des Yangtse Rivers, welche dann günstig über den Wasserweg in die wachsenden Ballungszentren an den Küsten transportiert und zu Zement verarbeitet werden. Weitere Beispiele von Firmen, welche wenig vom Handelskonflikt tangiert sind, befinden sich im Gesundheitssektor oder auch Bildungssektor. All diese Beispiele haben gemeinsam, dass deren Aktienkurse durch die Headlines um den Handelskonflikt trotz einem wachsenden Geschäft stark schwanken. Langfristige Anleger sollten sich deshalb von den Schwankungen nicht beeinflussen lassen.

# «DAS NEGATIVZINS-UMFELD IST ANSPRUCHSVOLL»

## Remy Reichmuth im Gespräch

### Wie reagieren die Kunden auf die anhaltenden Negativzinsen der SNB?

In der Tat belasten die meisten Banken vermehrt Negativzinsen. Viele Kunden tun sich verständlicherweise schwer, auf Liquidität Zinsen bezahlen zu müssen. Die Reaktion ist oft: «Vorher lege ich das Geld lieber in einer Immobilie oder einer soliden Aktie an!» Das liess die Preise steigen. Die SNB-Politik treibt Anleger z.T. in Risiken, die sie sonst nicht nehmen würden. Das macht mir Sorgen.

### Wie geht ihr als Bank mit den Negativzinsen der SNB um?

Es ist ein anspruchsvolles Umfeld für eine Privatbank. Wir sind eine Anlagebank – dafür sind unsere Kunden bei uns. In einem Anlageportfolio ist eine Liquiditätsquote von 5-10% durchaus angemessen.

### Und wenn jemand primär Liquidität parkieren will?

Da wir keine Kredit- oder Depositenbank sind, kommt das kaum vor. Es gibt Einzelfälle, wo Kunden erhöhte Cash-Bestände parkieren und von unserer unbeschränkten Haftung profitieren wollen. Dort thematisieren wir, die von der SNB erhobenen Negativzinsen auf diesen Kundengeldern entsprechend weiterzubelasten.

### Verstehen das die Kunden?

Ja, meistens. Denn unsere Liquidität liegt bei der SNB. Das bietet grösstmögliche Sicherheit. Und für die Kunden ist klar, dass es Unsinn wäre, wenn wir für die Gelder auf unserer Bilanz persönlich haften und auch die von der SNB belasteten Zinsen auf diesen Geldern übernehmen.

### Gibt es andere Lösungen?

Unser Kerngeschäft ist die Vermögensverwaltung in den traditionellen Anlagen. Aber seit jeher finden wir immer wieder innovative Nischen, die ein Portfolio interessant ergänzen können: bspw. Infrastruktur-Anlagen im Schienengüterverkehr, Energie, Entsorgung etc. Hier gibt es attraktive Renditen und gut prognostizierbare Cash-Flows.

### Kann jeder Kunde in diese Themen investieren?

Nein. Oft steht am Anfang das Problem der Mindestbeträge. Und sie sind nur für qualifizierte Anleger zugänglich. Wir arbeiten daran, auch liquidere Lösungen in kleinerer Stückelung anbieten zu können.

### Gilt das auch für Agraranlagen in Australien?

Richtig. Aber das ist ein sehr spezifisches Thema. Der Vorteil von Agraranlagen ist, dass diese kaum mit den volatilen Finanzmärkten korrelieren. Die globale

Bevölkerung steigt, ertragreiches Kulturland bleibt ein limitiertes Gut. In einer Welt des unbegrenzten Gelddrucks und rekordhoher Verschuldung bieten Landwirtschaftsanlagen nebst einem natürlichen Inflationsschutz zudem solide Cash-Flows.

### Zu attraktiven Renditen?

Unser Gesellschafter Jürg Staub investiert gemeinsam mit Kunden seit einigen Jahren in Milchfarmen im australischen Tasmanien. Die erwarteten freien Cash-Flows in AUD von 3-6% p.a. bzw. die Renditen von 6-12% p.a. haben sich in dieser Zeit bestätigt. Jürg verfolgt dieses Thema seit Jahren mit Passion und Herzblut – unser lokales Netzwerk von verlässlichen, kompetenten Partnern ist ein Resultat hieraus.

### So vermeidet man Negativzinsen?

Sowohl Infrastruktur wie auch Agrarland sind lediglich Ergänzungen im Portfolio. Sie bieten zwar attraktive Renditen mit vergleichsweise tiefer Schwankung, doch auch sie sind mit Risiken verbunden – aber mit anderen als jenen an den Aktienmärkten. Möchte man Negativzinsen vermeiden, ist es leider unausweichlich, zusätzliche Risiken in Kauf zu nehmen. Sich bewusst zu sein, welche das sind, ist zentral (siehe Tabelle). So kann man sie in einem Portfolio diversifizieren – das ist m.E. die sinnvollste Antwort auf das aktuelle Umfeld.



Remy Reichmuth,  
unbeschränkt haftender Gesellschafter

| Risiko                     | Massnahme                                    | Rendite- / Risikoprofil  | Fazit |
|----------------------------|--|--|-------|
| Zinsrisiko erhöhen         | Längere Duration                             | ■ wird schlecht entlohnt, je nach Verpflichtungs-Struktur sinnvoll         | ●●●●● |
| Kreditrisiko erhöhen       | Tiefere Ratings / schlechtere Kreditqualität | ■ nur sehr selektiv sinnvoll<br>■ Kreditqualität hat sich verschlechtert   | ●●●●● |
| Schwankungsrisiken erhöhen | Mehr Qualitätsaktien                         | ■ sinnvoll, aber Investor muss Schwankungsrisiken tragen können            | ●●●●● |
| Liquiditätsrisiken erhöhen | Alternative / nicht kotierte Anlagen         | ■ selektiv, z.B. Infrastruktur, Agraranlagen Australien, Private Debt      | ●●●●● |
| Alternative Risikoprämien  | Beimischung von tief-korrelierten Anlagen    | ■ Gold, Hedge Funds und versicherungsbasierte Lösungen als Diversifikation | ●●●●● |