



Jahresausblick 2014

„Goldvreneli“ im Gespräch mit der Neuen Helvetischen Bank

Was kann man vom neuen Jahr erwarten?

Zürich, 16. Dezember 2013

Teilnehmer Neue Helvetische Bank

- Daniel Hefti, Gründungspartner & CEO
- Thomas Della Casa, Mitglied der Geschäftsleitung & Leiter Vermögensverwaltung & Vermögensberatung
- Thomas Maag, Head Structured Products
- Remo Rosenau, Leiter Research
- Mario Davatz, Senior Analyst

Gedämpfte Erwartungen nach dem hervorragenden 2013

Rückgang des Goldpreises entkräftet unsere langfristige Prognose für Gold nicht

Neue Helvetische Bank
Tel: +41 (44) 204 56 00
info@neuehelvetischebank.ch

„Goldvreneli“: Das abgelaufene Jahr hat den Anlegern insgesamt viel Freude bereitet. Nun stellt sich natürlich die Frage, was vom neuen Jahr zu erwarten ist. Wie sieht denn die Neue Helvetische Bank das Jahr 2014?

Daniel Hefti: Unsere Erwartungen sind natürlich nach dem insgesamt hervorragenden 2013 etwas gedämpft. Viele Anlageklassen haben im abgelaufenen Jahr sehr gute Renditen abgeliefert. Es gab allerdings auch einige Enttäuschungen. Rohstoffe und vor allem Aktien von Minengesellschaften haben ein enttäuschendes Jahr hinter sich. Anleger haben sich auch im grossen Stil von Gold verabschiedet und damit einen Preisrückgang von 25% verursacht. Der Rückgang des Goldpreises entkräftet jedoch nicht unsere langfristige Prognose für Gold. Wir glauben weiterhin, dass die weltweit quantitative Lockerungspolitik nicht ohne eine gewisse Geldentwertung ausgehen wird. Dies dürfte auch Kollateralschäden an den Finanzmärkten hervorrufen, und damit das Gold wieder stärken. Nicht morgen, aber vielleicht übermorgen.

Thomas Della Casa: Aufgrund der nach wie vor hohen Risikoprämie von Aktien und den Anzeichen einer globalen Wachstumserholung bleiben Aktien interessant. Liquidität ist genügend vorhanden. Die Zinsen werden aufgrund der nach wie vor tiefen Inflationserwartung und des noch immer schwächelnden Arbeitsmarktes in den USA und in Europa tief bleiben. Deshalb bleiben Aktien erste Wahl; allerdings mit höherem Rückschlags-Risiko als noch vor 12 Monaten. Gleichzeitig beurteilen wir die kurzfristigen Geldmarktanlagen und Staatsanleihen der Industrieländer als nach wie vor unattraktiv.



Tapering in den USA im ersten Halbjahr 2014

Aktienanleger finden sich mit dem Tapering ab

Längerfristig erwarteter Gewinn auf Anlagen wird kleiner

Anleger fürchten Unsicherheiten wie der Teufel das Weihwasser

„Goldvreneli“: Die Zentralbanken haben massiv Geld in den Kreislauf gepumpt. Werden sie bald ihre expansive Geldpolitik aufgeben und Liquidität aus den Märkten abziehen? Ist dies überhaupt möglich, ohne grössere Marktverwerfungen zu produzieren. Ich habe wirklich Zweifel, dass dies ein gutes Ende finden wird.

Remo Rosenau: In den USA wird das Tapering wohl im ersten Halbjahr 2014 – vielleicht schon im ersten Quartal – beginnen. Zum Glück, muss ich sagen. Denn dies bedeutet, dass sich die US-Wirtschaft auf dem Weg der Besserung befindet. Vorher wird man diesen Schritt nicht wagen. Die Aktienmärkte dürften sich inzwischen schon mit diesem Szenario abgefunden haben und sollten daher nicht panisch reagieren wie noch vor sechs Monaten.

In Europa sehen wir das exakte Gegenteil. Hier dürfte die expansive Geldpolitik nächstes Jahr erst richtig einsetzen, denn im 2013 wurde ja noch gar nichts gemacht. Mario Draghi hat die Märkte im Wesentlichen nur mit seinen Aussagen beruhigt, aber er hat konkrete Massnahmen – wie Offenmarktgeschäfte – noch gar nicht eingesetzt. Sobald die EZB sieht, dass sich die strukturellen Reformen in den Ländern und die Bankenunion auf der Zielgeraden befinden, wird sie in meinen Augen die geldpolitische Rakete zünden.

Thomas Della Casa: Ja, da stimme ich Dir zu, Remo. Wichtig scheint mir in diesem Zusammenhang, dass alle Zentralbanken ein Dilemma haben. Solange die Renditen auf kurzfristigen Anlagen null oder negativ sind, werden sich riskantere Anlagen wie Aktien und hoch verzinsliche Anleihen weiter aufwerten. Damit wird der längerfristig erwartete Gewinn auf solchen Anlagen kleiner und die Renditen in den nächsten Jahren werden sinken. Somit verliert die Geldpolitik ihre Möglichkeit, zukünftig positive Wohlfahrtseffekte zu erzielen.

„Goldvreneli“: Ich möchte die neue Fed-Gouverneurin, Frau Yellen, ansprechen. Ist die von ihr verfolgte neue Strategie der „Forward Guidance“ überhaupt sinnvoll? Ich kann mir vorstellen, dass die Marktteilnehmer sich nicht durch schöne Worte blenden lassen und nur auf reale Tatsachen und klare Zeichen wie Zinserhöhungen reagieren werden.

Thomas Della Casa: Ja, da treffen Sie den Nagel auf den Kopf. Der Markt wird auch diesmal genau auf die Worte von Frau Yellen achten, aber gleichzeitig eine eigene Interpretation der Realität vornehmen und diese kann vom Wunsch der Zentralbanken stark divergieren. Die Zentralbanken sind sicher nicht allmächtig.

Remo Rosenau: Die Finanzmärkte hassen nichts mehr als Unsicherheit und Überraschungen, daher ist eine „Forward Guidance“ sinnvoll. Man macht ja nichts anderes als mehr Transparenz zu schaffen, denn eine innere „Forward Guidance“ gibt es ja sowieso.



Budgetdefizit in den USA reduziert sich

USD 50'521 neue Schulden pro Haushalt unter Obama

Draghi kann und darf sich nicht höhere Inflation wünschen

Rascher und starker Zinsanstieg wäre gefährlich

„Goldvreneli“: Haben die USA überhaupt die Möglichkeit, ihr Budget auszugleichen? Ich habe gelesen, dass die Republikaner 350 Milliarden Einsparungen bei null Steuererhöhungen fordern, während sich die Demokraten dagegen wehren.

Thomas Della Casa: Das Budgetdefizit hat sich in diesem Jahr auf 3,8% des BIPs reduziert. In den nächsten zwei Jahren werden sich weitere Verbesserungen einstellen. Sorgen bereiten jedoch die stark gestiegenen Staatschulden und der latente Konflikt im US Senat. Strukturreformen wie sie die Tea Party verlangt, werden von den Demokraten verhindert während gleichzeitig die Probleme der sozialen Ausgleichsprogramme nicht gelöst sind. Heute erhalten 41% der Bevölkerung oder 128 Millionen Amerikaner monatliche Unterstützungszahlungen. Es gibt 80 unterschiedliche Programme. Heute beziehen 70 Millionen Amerikaner Medicaid-Beiträge. Obamacare wird weitere 16 Millionen hinzufügen. Während der ersten Amtsperiode von Barack Obama wurden pro Haushalt USD 50'521 neue Schulden gemacht. Pro Kopf hat die USA mehr Schulden als Griechenland, Portugal, Italien, Irland oder Spanien. Hier liegt der Hase im Pfeffer! Daher glaube ich schlussendlich auch nicht an ein ausgeglichenes Budget.

„Goldvreneli“: Ich war etwas beunruhigt, als Mario Draghi kürzlich seinen Wunsch von höherer Inflation aussprach. Kann die EZB die Geldpolitik unabhängig von den USA bestimmen und wie wird Herr Draghi beunruhigte Marktteilnehmer besänftigen können?

Remo Rosenau: Bezüglich der Inflation glaube ich, dass man Mario Draghi etwas in den Mund legt, das er so gar nie gesagt hat. An seiner Pressekonferenz vom 5.12. sagte er, dass die EZB Preisstabilität auf mittlere Sicht anstrebe. Er oder die EZB dürfen sich daher gar keine hohe Inflation wünschen. Andererseits will die EZB sicher eine Deflation verhindern. Dies ist bisher auch gelungen, denn die Risiken waren nach 2008/09 eindeutig da. Es bleibt natürlich das Risiko, dass massive geldpolitische Massnahmen wie sie in den USA angewendet wurden im Nachgang zu höherer Inflation führen, wenn man bei einer einsetzenden Erholung die Liquidität nicht rechtzeitig aus dem System abschöpft. Dass hoch verschuldete Staaten an einer höheren Inflation interessiert sind, ist wieder ein anderes Thema; aber nicht Mario Draghis.

Daniel Hefti: Selbstverständlich kann die EZB eine andere Geldpolitik verfolgen als das Fed. Genau dies wird in unseren Augen im kommenden Jahr auch passieren, nämlich Tapering in den USA und eine Lockerung der Geldpolitik in Europa. Die Märkte sollten dies nicht allzu negativ aufnehmen, weil es wirtschaftspolitisch auch Sinn macht. In den USA läuft dafür ja die Wirtschaft besser, was die Gewinne unterstützen sollte. Wieso sollte der Markt deshalb abstürzen? Gefährlicher wäre ein starker und schneller Zinsanstieg am langen Ende. Aber das sehe ich auch nicht am Horizont auf uns zukommen.

Thomas Maag: Die EZB agiert unabhängig. Das hat sie auch in der Vergangenheit bewiesen. Anders ist es nicht zu erklären, dass nach dem Kollaps von Lehman Bros die EZB im Gegensatz zur Fed längere Zeit passiv blieb. Diese Verspätung rächt sich nun. Die USA hat Zeit gewonnen und die verursachten Systemschäden rasch behoben. Dies ist der Grund, weshalb Europa in der Wirtschaftsentwicklung drei Jahre hinterher hinkt. Während die Fed schon bald ein Tapering beschliessen wird, steht einer Straffung der monetären Basis in Europa die schwache konjunkturelle Entwicklung im Wege.



Spezialfall Japan seit zwanzig Jahren in der Deflationsfalle

Monetarisierung der Schulden in Japan im Vordergrund

Premierminister Abe macht sich für strukturelle Reformen stark

Massive Kreditexpansion wurde als normal eingestuft

„Goldvreneli“: Nun hat ja auch Japan den Weg des Gelddrucks besritten und mit sehr aggressiven Massnahmen den Yen abgewertet. Steht uns nun ein weltweiter Währungskrieg bevor? Und was soll ich als Anleger tun, falls die grossen Weltwährungen weiter den Weg der Abwertung beschreiten?

Thomas Della Casa: Japan ist ein Spezialfall, denn es steckt seit fast zwei Jahrzehnten in der Deflationsfalle. Deshalb stehen die Monetarisierung der Staatsschulden und die Abwertung der japanischen Währung im Fokus. Allerdings darf die Abwertung des Yens nicht allzu schnell erfolgen, da ansonsten ausländische Investoren japanische Anleihen und Aktien verkaufen würden. Ausserdem ist die Bank of Japan bestrebt, einen Vermögenseffekt bei den Haushalten zu erzielen, denn die meisten Japaner besitzen vor allem Anleihen und kaum Aktien. Mit den äusserst tief verzinslichen japanischen Anleihen, die auch von Banken für das Parkieren von Liquidität verwendet werden, lässt sich kein Vermögenseffekt erzielen.

Daniel Hefti: Ich glaube, dass sich das Land dank den Bemühungen von Premierminister Abe für strukturelle Reformen langsam aus den Fängen der Deflation befreien wird. So hat Japan im Vergleich zu Frankreich bereits heute einen liberalen Arbeitsmarkt. Wie stark sich die Wirtschaft im nächsten Jahr erholt, wird stark von Japans Exporten abhängen. Ausserdem sollte sich der Gebietstreit mit China über einige unbewohnte Inseln im Ostchinesischen Meer in der Zwischenzeit soweit beruhigt haben, dass sich die seit September gedrückten Ausfuhren nach China erholen sollten. Bezüglich Abwertungen ist zu sagen, dass sich ja nicht alle grossen Weltwährungen gleichzeitig abwerten können. Abwertungen auf der einen Seite müssen immer Aufwertungen von anderen Währungen gegenüberstehen. Daher geht das Abwertungsspiel nur temporär auf. Die USA hat gute Chancen, diesen „Wettlauf“ knapp vor den Japanern zu gewinnen.

„Goldvreneli“: Vor zwei Jahren sprachen wir über das sogenannte „New Normal“, welches tiefes Wachstum über längere Zeit in den entwickelten Länder beschrieb. War das nur eines dieser Modewörter und ist diese Phase schon wieder vorbei?

Thomas Della Casa: Das war ein kläglicher Versuch von Ökonomen, etwas für normal, abnormal und wieder als „New Normal“ zu erklären, was gar nie normal gewesen ist. Lassen Sie mich das kurz erklären. Seit 1980 ist ein Teil der wirtschaftlichen Leistung in der Welt aufgrund von einer unglaublich expansiven Kreditschöpfung und Verschuldung entstanden. An einem gewissen Punkt sind die Schulden aber schneller als das BIP angestiegen.

Die massive Kreditexpansion wurde als normal angeschaut; die Kontraktion nach den Wehen der Finanzkrise dann wieder als abnormal. Und die heutige Situation mit niedrigem Wachstum wird als „New Normal“ bezeichnet. Die Zentralbanken versuchen zurzeit mit allen Mitteln die Kreditschöpfung wieder in Gang zu bringen und zum „normalen“ Zustand zurückzukehren; bis jetzt mit wenig Erfolg. Ich spreche lieber von Kontraktion bzw. Expansion der Verschuldung und der Wirtschaft. Dann wissen eigentlich alle, um was es wirklich geht.



„Vive la France!“... oder ...
„Après mois le déluge!“

OECD fordert von Frankreich
Reformen im Bildungswesen
und Arbeitsmarkt

England setzt sich positiv in
Szene

Euro-Raum wächst wieder

Globaler PMI steigt dank USA,
Japan und Grossbritannien

„Goldvreneli“: Für 2014 sprechen viele Beobachter von besserem Wachstum vor allem in Europa. Ich bin da doch skeptisch. Wenn ich Teile von Europa betrachte wie z.B. Frankreich, graut es mir und ich kann mir in nächster Zeit keinen Aufschwung vorstellen. Welche Meinung vertreten Sie?

Thomas Maag: In der Tat kämpft Frankreich mit den grössten strukturellen Herausforderungen innerhalb Europas. Während Nicolas Sarkozy das Kunststück der Anhebung des Rentenalters vollbracht hatte, wusste Francois Hollande nichts Besseres zu tun, als diese mit seiner ersten Amtshandlung wieder rückgängig zu machen. Frankreich muss jetzt Arbeitsmarkt-Reformen vorantreiben, um konkurrenzfähiger zu werden. Diese – wie auch andere Reformen – blieben bis anhin jedoch aus. Hinzu kommen ein sich auftürmender Schuldenberg und eine steigende Anzahl Arbeitsloser. Dieser Teufelskreis wird sich im 2014 verstärken. So gehen wir heute für Frankreich von einem Rating-Cut aus. Zu hoffen bleibt, dass dies dann den Druck auf die Regierung im Elysée erhöht, so dass die von der OECD geforderten Reformen im Bildungswesen und Arbeitsmarkt endlich in Gang gesetzt werden.

Auf der Sonnenseite in Europa steht zurzeit England mit grösserem Abstand vor Deutschland. David Cameron versteht es sehr gut, seine Forderungen und Wünsche auf dem internationalen Parket durchzubringen. Dennoch bleibt Europa aber von der deutschen „Zugmaschine“ abhängig. Solange Deutschland weiterhin auf Kosten der europäischen Union exportiert, kann ein grösserer Absturz verhindert werden. Ebenso ist das Wachstum stark vom Euro-Wechselkurs abhängig.

Mario Davatz: Trotz allem die Wirtschaft im Euro-Raum wächst seit dem zweiten Quartal wieder, nachdem sie zuvor sechs Quartale in Folge geschrumpft war. Die Stimmungsverbesserung hat sich auch im Herbst fortgesetzt. Wir gehen davon aus, dass die Wirtschaftsleistung auch in den Euro-Krisenländern mehr und mehr Fuss fasst. Verantwortlich dafür ist primär die positive Entwicklung des Aussenhandels. So profitiert die Exportwirtschaft von der Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit. Zudem haben Spanien, Griechenland und Portugal – unterstützt durch die politischen Unruhen in Ägypten und der Türkei – von einer höchst erfreulichen Tourismussaison profitiert.

Thomas Della Casa: Ja, ich pflichte Dir bei, insbesondere wenn man die globale Entwicklung heranzieht. Die letzten Wirtschaftsumfragen sind positiv ausgefallen. Der globale PMI hat seinen Aufwärtstrend dank Verbesserungen in den USA, den U.K. und in Japan fortgesetzt und deutet aktuell auf ein weltweites Wachstum von rund 4% hin. Das läge deutlich über den aktuellen Schätzungen der Ökonomen und anderen Marktbeobachtern. Die Daten aus der Eurozone sind allerdings immer noch etwas kraftlos, da einige Länder wie Spanien oder Italien immer noch darben. Trotz der schwächelnden Euroländer sind die Indikatoren aber insgesamt ermutigend wie zum Beispiel die rückläufigen Arbeitskosten in Spanien. Natürlich erhoffe ich mir, dass die harten Fakten wie Detailhandelsumsätze, Exporte oder Industrieproduktion diesen Trend bestätigen werden. Die aufstrebenden Länder haben sich ebenfalls verbessert und haben die Schwächephase während den Sommermonaten überwunden. Positiv haben sich hierbei vor allem Indien und China in Szene gesetzt. Insgesamt kann man durchaus verhalten optimistisch ins 2014 schauen.



Schweizer Exportindustrie bleibt anpassungsfähig

„Reculer pour mieux sauter“

Schweizer Industrie mit starker Innovationskraft

Ohne Ausleihungen und Kredite, riskieren wir den nächsten Kollaps

„Goldvreneli“: Vor 24 Monaten wurden die Schweiz und ihre Exportwirtschaft durch den Eurozerfall stark getroffen. Trotzdem hat die Industrie eine sehr gute Leistung erbracht und ihre Kosten weiter nach unten angepasst. Wie haben die exportorientierten Firmen dies eigentlich geschafft?

Remo Rosenau: Unsere Exportindustrie operiert seit jeher aus einem Hart-Währungsland. Daher setzt sie ständig Effizienzverbesserungen um. Allerdings war der letzte Währungszerfall so abrupt, dass sich eine gefährliche Situation ergab. Ein alter Spruch lautet „Reculer pour mieux sauter“. Man musste diesmal rascher und heftiger reagieren als üblich – oder eben „reculer“. Dies ging dank den relativ liberalen Schweizer Arbeitsgesetzen auch schnell. Leider wurden dabei auch einige Arbeitsplätze ins Ausland verlagert. Dafür sind die Unternehmen heute wieder gut aufgestellt und in der Lage, von jeder wirtschaftlichen Verbesserung überproportional zu profitieren. So dürften auch wieder Arbeitsplätze z.B. in höherwertigen Segmenten geschaffen werden.

Thomas Maag: Die anhaltende Nullzinspolitik der SNB wirkt sich direkt auf Schweizer Unternehmungen aus. Die Refinanzierungskosten haben sich nochmals reduziert, was einer Margenverbesserung gleichkommt. Ausserdem haben diverse Gesellschaften, teure Bankkredite durch Anleihsenmissionen am Kapitalmarkt zu günstigeren Konditionen abgelöst. Hinzu kommt die grosse Innovationskraft der Schweizer Industrie. Diese verleiht den Firmen auch in wirtschaftlich schwierigeren Zeiten eine gewisse Preisfestsetzungsmacht. Ebenfalls nicht zu unterschätzen ist der Zugang zu sehr gut ausgebildeten Arbeitskräften. Die Schweiz wirkt diesbezüglich wie ein Magnet.

„Goldvreneli“: Nach den letzten Aussagen der Zentralbanker scheinen diese noch nicht an eine nachhaltige und starke Erholung der Wirtschaft zu glauben, denn alle sprechen von weiterhin tiefen Zinsen. Was ist Ihre Meinung?

Daniel Hefti: Die Zentralbanken können es sich noch gar nicht erlauben, an höhere Zinsen zu denken. Die wirtschaftliche Erholung ist immer noch weit weg von einer normalen Erholung. Dies war auch nicht anders zu erwarten, denn das System braucht Ausleihungen und Kredite, ansonsten riskieren wir den nächsten Kollaps.

Thomas Maag: Ich teile die Meinung von Daniel. Die Zentralbanken haben den „Point-of-no-return“ überschritten. Der eingeschlagene Weg der ultra-lockeren Geldpolitik ist irreversibel und muss weitergeführt werden. Ein zu früher Ausstieg hätte katastrophale Auswirkungen auf die Wirtschaft. Gleichzeitig können die Zentralbanken bei einer neuerlichen konjunkturellen Abkühlung die Zinsen nicht mehr genügend senken, um einen positiven Effekt zu erzielen. Ein Abdriften in eine starke Rezession gepaart mit einer Deflation könnte man nicht mehr abwenden. Dies gilt es, um alles in der Welt zu verhindern, wie schon Remo vorher erwähnt hatte. Daher werden die Zentralbanken viel später als in der Vergangenheit straffen und eine erhöhte Inflation, als das kleinere Übel, bewusst in Kauf nehmen. Ausserdem ist das De-Leveraging bei weitem nicht abgeschlossen. Das heisst, auch wenn sich die Konjunktur zu erholen beginnt, wird es lange dauern, bis höhere Inflationsraten Realität werden. Das grösste Risiko bei diesem Vorgehen ist mittelfristig ein möglicher Vertrauensverlustes ins Papiergeld.



Kaum steigende Zinsen

Aktien gegenüber Anleihen
attraktiv

Risikoprämie von Aktien von
4,5% liegt über historischen
Durchschnitt von 3,0%

Kein Weg an Aktien vorbei

„Goldvreneli“: Wie sehen Sie das Zinsumfeld in den einzelnen Regionen?

Thomas Maag: In Europa ist die Wahrscheinlichkeit auf steigende Zinsen für das anstehende Jahr aus konjunktureller Sicht sehr gering. England wird das erste EU-Land sein, welches sich eine monetäre Straffung erlauben kann. Für die anderen Länder Europas können im 2014 nur währungsbedingte Turbulenzen einen Zinsanstieg auslösen. Global gesehen werden die USA, Neuseeland und Australien das Zinsniveau am frühesten anheben können.

„Goldvreneli“: Nach dem geradezu euphorischen Verlauf an den Aktienmärkten im 2013 bin ich doch eher skeptisch fürs nächste Jahr. Können Sie mir Gründe nennen, warum ich heute in Aktien weiterhin investieren soll?

Thomas Della Casa: Na ja, wir sind auch nicht mehr so euphorisch wie auch schon. Aber die Attraktivität von Aktien gegenüber Anleihen bleibt grösstenteils bestehen. Zudem könnte das nächste Jahr durchaus ansprechendes Wirtschaftswachstum bringen. Dazu werden seit langem wieder auch die Länder in Europa beitragen, die sich von ihrer Rezession langsam verabschieden. Deshalb bleiben Aktien erste Priorität, allerdings ist die Selektion im 2014 besonders wichtig, da wir von grösseren Unterschieden in Bezug auf die Performance von einzelnen Sektoren wie auch Einzeltiteln ausgehen. Es ist mehr Vorsicht als im 2013 angebracht.

Remo Rosenau: Die Risikoprämie von Aktien ist immer noch hoch, wenn man das tiefe Zinsniveau berücksichtigt. Das inverse KGV des gesamten Aktienmarktes ergibt eine implizite Rendite von rund 6% (P/E 16,5x). Wenn man davon den risikolosen Zinssatz von rund 1,5% auf 10 Jahre im Schweizer Franken abzieht, ergibt sich eine hohe Risikoprämie von 4,5%. Das sind zwar weniger als die 6,5% vom Sommer 2012; im historischen Vergleich stellt dies immer noch eine überdurchschnittliche Risikoprämie dar, die der Aktienmarkt bietet. Diese liegt im historischen Durchschnitt bei rund 3%. So gesehen, kann der Höhenflug des Aktienmarktes noch weitergehen, wie man es auch in Japan zurzeit sieht. Natürlich macht dies den Markt immer anfälliger auf ein Ansteigen der langfristigen Zinsen. Deutlich steigende Zinsen im kommenden Jahr sind aber nicht unsere Erwartung. Mittelfristig könnte sich natürlich eine Blase bilden. Wir stehen möglicherweise am Anfangspunkt dieses Prozesses, aber sicher nicht an dessen Ende.

Thomas Maag: Ich bin mir sicher, dass kein Weg an Aktien vorbeiführt. Dabei denke ich auch an die unzähligen Milliarden an Versicherungsgelder, welche zurzeit nach wie vor im Durchschnitt nur mit 4% im Aktienbereich investiert sind. Dieses Kapital sucht in der anhaltenden Tiefzinsphase nach Rendite. Der Immobiliensektor hat bereits seinen Reifezustand erreicht. Hingegen dürften Aktien bei einer konjunkturellen Erholung stark unter den Gewinnsteigerungen profitieren. Denn bis anhin haben sich die Gesellschaften durch Kosteneinsparungen fit getrimmt, während das Umsatzwachstum unisono zu kurz gekommen ist. Sollte sich die Umsätze der Gesellschaften ebenfalls verbessern, dürfte dies der wahre Trigger für die nächsten 20% Aktienperformance sein.



Möglichst hohe Rendite auf dem eingesetzten Kapital

Schindler, Geberit, EMS-Chemie oder Galenica glänzen

Novartis: eine Optimierungserle

Georg Fischer, Bucher, ams und Kardex auf dem Vormarsch, ...

... während Autoneum, Komax und Looser noch ihre Reifen pumpen

Continental strotzt der Zyklizität

Reformen auch in den Emerging Markets unerlässlich: Mexico und China gehen voran

„Goldvreneli“: In Ihren Publikationen sprechen Sie immer wieder von Gesellschaften mit viel Ertrag auf dem investierten Kapital und Wachstum. Diese seien zu bevorzugen. Nennen Sie mir doch bitte einige Beispiele.

Remo Rosenau: Dazu haben wir schon öfters Analysen publiziert, welche den Zusammenhang zwischen der Rendite auf dem eingesetzten Kapital und der Bewertung einer Gesellschaft aufzeigen. Gesellschaften mit einer hohen Rendite auf dem eingesetzten Kapital (RoCE) haben in der Regel auch eine hohe Bewertung, weil diese jeden Tag Mehrwert schaffen. Dies ist insbesondere bei Firmen mit wenig zyklischen Gewinnströmen der Fall. Diese können auch in schlechten Zeiten einen Mehrwert generieren. Die klassischen Beispiele sind *Schindler, Geberit, EMS-Chemie und Galenica*. Aber eben, diese sind auch stolz bewertet. Die Kunst ist es, Firmen bzw. deren Aktien zu entdecken, die ebenfalls gute RoCEs bei einer bescheideneren Bewertung generieren. Hier fallen uns *Bucher Industries, ams und Kardex* besonders positiv auf, wobei *Kardex* die Nachhaltigkeit der aktuellen Gewinne über die nächsten Jahre noch beweisen muss. *Georg Fischer* ist auch dabei, den RoCE zu verbessern und seine Zyklizität zu reduzieren. Dies hat bereits, könnte aber auch noch weiterhin, eine Bewertungsexpansion verursacht. Auch *Novartis, Holcim und ABB* sind mitten in einen solchen Prozess zur Steigerung des RoCEs, wobei vor allem *Holcim* hier noch deutliches Verbesserungspotential hat. Wenn dies auch *Autoneum, Komax und Looser* gelingt, von denen die beiden ersten in einer Umbruchsphase stehen und die alle noch relativ günstig bewertet sind, haben auch diese Aktien grosses Potential.

Mario Davatz: Im Ausland gehört u.a. *Continental* in diese Kategorie. Der als Automobilzulieferer und Reifenhersteller agierende Konzern ist sowohl geographisch wie auch produktemässig gut diversifiziert und profitiert von strukturellen Wachstumsgeschichten wie der Reduktion des CO₂-Ausstosses (Umweltschutz) und Fahrerassistenzsystemen (Sicherheit). Der auf dem Kapital erwirtschaftete Ertrag liegt mit 30% deutlich über den durchschnittlichen Kapitalkosten von 9 bis 10%.

„Goldvreneli“: Die aufstrebenden Märkte haben im 2013 ausnahmslos enttäuscht. Geldabflüsse, politische Querelen, Inflation u.a. haben Länder wie Indien, Brasilien oder die Türkei negativ beeinflusst. Ist die Situation diesbezüglich unter Kontrolle und wo gibt es Einstiegsmöglichkeiten in den Emerging Markets?

Thomas Della Casa: Der Ausblick für die aufstrebenden Märkte ist zweigeteilt. Wir sind positiv für alle Regionen, die Strukturreformen angehen. So hat China am dritten Plenums des Zentralkomitees der Kommunistischen Partei wichtige Reformen beschlossen. Die Partei verspricht einen graduellen Rückzug des Staates aus der Wirtschaft. Mehr Markt ist die neue Losung der chinesischen Regierung. Auch in anderen aufstrebenden Ländern wurde die Rolle von Reformen erkannt. So hat sich in Mexiko der 47-jährigen Präsident Enrique Peña Nieto insgesamt 95 Reformen vorgenommen. Das Gros der Reformen ist bereits genehmigt und auf bestem Weg zur Umsetzung, weshalb Lateinamerikas zweitgrösster Volkswirtschaft eine erfolgsversprechende Wachstumsperiode bevorsteht.



Immobilien Sektor vor grossen Herausforderungen

Ladenhüter Stockwerkeigentum

Druck auf Schweizer Büroimmobilien

Banco Espirio Santo und Bankia mit gutem Aufholpotential

Weitere Chancen in zyklischen Aktien wie Automobil oder Maschinenindustrie

„Goldvreneli“: Wie sieht die Situation im Immobilienmarkt aus? Ich lese immer wieder von Warnungen und trotzdem korrigieren die Preise kaum. Wer wird zu den grössten Verlierern gehören, falls der Immobilienmarkt in der Schweiz doch noch korrigiert?

Mario Davatz: In den meisten Berichterstattungen über den Schweizer Immobilienmarkt steht der Wohnungsmarkt im Zentrum des Interesses. Dabei wird darauf verwiesen, dass dank der rekordtiefen Hypothekenzinsen und der nach wie vor anhaltenden Zuwanderung die Immobilienpreise auf hohem Niveau verharren. Der Mix aus Selbstregulierung, Aufsichtstätigkeit der FINMA, verbaler Abschreckung durch die SNB sowie verschärfter Eigenmittelunterlegung für Kreditinstitute scheint vorderhand Wirkung zu zeigen.

Als Ladenhüter erweist sich mehr und mehr Stockwerkeigentum im Hochpreissegment. Nach wie vor guten Absatz findet bezahlbarer Wohnraum in den Städten und ihrer Agglomeration. Neben dem im Rampenlicht stehenden Wohnungsmarkt hat das niedrige Zinsniveau aber auch die Bautätigkeit im Geschäftsflächenmarkt beflügelt. Gemäss unserer Einschätzung hat sich hier ein Überangebot aufgebaut, welches zu steigenden Leerständen und sinkenden Mietpreisen führt.

Als Folge davon werden auch die zum Teil stattlichen Bewertungen vieler Schweizer Büroimmobilien unter Druck geraten. Steigende Zinsen und die jüngsten politischen Versuche, die Lex Koller zu verschärfen würden zu einem Platzen der Bewertungsblase führen. Neben den Direktanlegern wären davon natürlich auch die Halter von Immobilien-AGs und Immobilien-Fonds negativ betroffen.

„Goldvreneli“: Kommen wir zum Schluss. Wo sehen Sie die besten Gewinnmöglichkeiten in Bezug auf Risiko-zu-Rendite-Verhältnis im neuen Jahr? Wo sollte ich besonders viel Kapital allokkieren?

Daniel Hefti: Ich bin ein Fan von Bankaktien. Da finde ich immer noch Value wie beispielweise in Portugal die *Banco Espirio Santo*, die mit einem Abschlag von 40% zum Buchwert gehandelt wird. In Spanien gefällt mir eine Spezialsituation besonders gut, nämlich *Bankia*. Die Privatisierung könnte früher als erwartet über die Bühne gehen. Bankia erhielt fast die Hälfte der Hilfgelder über 41 Milliarden Euros zur Rettung des spanischen Bankensystems und geht nun durch ein stählernes Restrukturierungsbad. Nachdem die Restrukturierung schneller als geplant voranschreitet, werden Investoren schon bald einen Teil der heute in 68%igem Staatsbesitz befindlichen Bank aufkaufen wollen.

Thomas Della Casa: Ich sehe ebenfalls gute Gewinnchancen in Aktien von europäischen Finanzinstituten und von zyklischeren Branchen wie Automobil oder Maschinenindustrie. Europäische Aktien handeln auf Basis des Shiller P/E's mit einem Abschlag von 40% zum S&P500. Amerikanische Aktien sind heute teuer. Unsere Präferenz sind Aktien aus den traditionellen Industrienationen wie Italien oder Grossbritannien. Wir ziehen Gesellschaften mit starken Aktivitäten in ihren Heimmärkten den international orientierten Konzernen vor, da sich die Situation in den aufstrebenden Märkten noch nicht überall normalisiert hat. Besonders interessante Anlagen finden wir zurzeit in Italien und Spanien. Trotzdem



Gesellschaften mit starker Heimbasis vorziehen

Verpönte Goldminenwerte wie
*Resolute Mining, Medusa
Mining, Swick Mining und
Sedgman* für Contrarians

*PAX Anlage und Cham Paper
Group*: Vielversprechende
Spezialsituationen unter den
Schweizer Nebenwerten

Gold bleibt ein wehrhafter
Schutz vor steigender Inflation

Neue Helvetische Bank
Tel: +41 (44) 204 56 00
info@neuehelvetischebank.ch

würde ich genügend Cash halten, um bei allfälligen Rückschlägen zugreifen zu können. Die Volatilität wird 2014 höher als im 2013 sein.

Remo Rosenau: Bezüglich der allgemeinen Asset Allokation würde ich weiterhin über einen Drittel in Schweizer Mittelstandsanleihen und einen ähnlichen Anteil in Aktien investieren, wobei ich hier auf unser „Swiss Equity Investment Portfolio“ verweise (*Nestlé, Roche, Novartis, ABB, Swiss Re, Holcim, Schindler, Geberit, Galenica, Bucher Industries, Logitech, ams, Valiant, Kardex*). Wer noch gar kein Gold besitzt, sollte 5% seines Vermögens jetzt in Gold anlegen, da es deutlich zurückgekommen ist. Den Rest, also rund 20 bis 30%, würde ich als strategische Reserve in der Hinterhand behalten, um bei temporären Korrekturen, die immer wieder vorkommen, dazukaufen zu können.

Thomas Maag: Als antizyklischer Investor bevorzuge ich Aktien, welche von der Mehrheit gemieden wird. Als Depotbeimischung empfehle ich den Australischen Dollar zu berücksichtigen. Dieser hat in jüngster Zeit stark an Wert verloren. Nicht jedoch weil die Staatsverschuldung ein Problem darstellt, sondern weil sich nun auch die australische Zentralbank dazu entschieden hat, eine Politik des schwachen Papiergeldes zu verfolgen. Dies wird starken Einfluss auf die exportorientierte australische Wirtschaft haben. Ich investiere mein Geld in acht so verpönten Goldminenwerte wie *Resolute Mining, Medusa Mining, Swick Mining und Sedgman*.

Mario Davatz: Neben den Zyklikern attestiere ich auch *Novartis* weiteres Aufwärtspotential. Durch die geplante Fokussierung auf die Bereiche Pharma, Augenheilkunde und Generika gewinnt *Novartis* deutlich an Profil und generiert aus den Verkäufen liquide Mittel, welche für eine noch aktionärsfreundlichere Ausschüttungspolitik eingesetzt werden dürften. Unter den Nebenwerten gibt es mit der *PAX Anlage AG und der Cham Paper Group* zwei Spezialsituationen, welche markant unter ihrem inneren Wert gehandelt werden. Eine positive Kursentwicklung ist meines Erachtens ebenso realistisch wie das Amen in der Kirche.

„Goldvreneli“: Eine letzte Frage hätte ich noch. Was soll ich von dieser horrenden Korrektur im Goldpreis halten? Wie Sie wissen, liegt mir Gold sehr am Herzen, und es tut weh diesem Preiszerfall zusehen zu müssen. Wann werden wir hier Boden finden, wenn überhaupt?

Daniel Hefti: Glauben Sie mir, auch mir liegt Gold am Herzen. Unsere Bank hält nach wie vor an ihrer Goldposition fest, denn wir glauben, dass Gold ein wehrhafter Schutz vor steigender Inflation darstellt. Historisch zeigt der Goldpreis kaum eine Korrelation mit den Preisen für andere Anlagen. Dies hat sich auch 2013 bewahrheitet. Die technischen Indikatoren und der riesige Abfluss aus den Gold-ETFs haben ihre Spuren hinterlassen. Gold ist und bleibt eine Versicherung gegen die Erschütterungen der Finanzpolitik und Wirtschaft und nichts womit man spekulieren sollte.

„Goldvreneli“: Vielen herzlichen Dank für das Gespräch. Ich wünsche allen Lesern für das kommende Jahr viel Glück!