

# The Big Picture

2. Juni, 2014

## Sell in May and go away?

Ungekürztes Neue Zürcher Zeitung Interview mit Dr. Martin Jetzer aus der Sonderausgabe zum Thema „Anlegen und Vorsorgen“, publiziert am 25. Mai 2014

### Wie optimistisch sind Sie für die Weltwirtschaft?

Optimistischer als noch vor einiger Zeit. 2014 wird es zum ersten Mal seit vielen Jahren einen synchron verlaufenden weltweiten Aufschwung geben. Das globale Wachstum dürfte sich von rund 3% letztes Jahr auf 3.4% bis 3.7% verbessern, und zwar angetrieben von Amerika und Europa. In Amerika könnte sich das Wachstum auf 3% beschleunigen, während Westeuropa das Nullwachstum von 2013 überwinden und dieses Jahr wieder mit 1.3%-1.5% wachsen sollte. Die Eurozone findet nach langer Rezession wieder zu positivem Wachstum zurück. Statt mit -0.5% dürfte sie mit 1.1-1.3% zulegen – eine markante Verbesserung, geprägt von Deutschlands erwartetem Wachstumssprung von 0.5% 2013 auf etwa 2%. Anders Japan, die drittgrösste Volkswirtschaft. Mit Glück wird Japan 1.4% wachsen, also gleich stark wie letztes Jahr.

Die Gruppe der Schwellenländer schliesslich wird wohl auch nicht stärker wachsen als 2013, allerdings auf einem gut doppelt so hohen Niveau wie die Gruppe der hochentwickelten Länder, d.h. schätzungsweise um die 4.8%. Es bleiben noch immer grosse Unsicherheiten, vor allem, was die Entwicklung von China angeht. Im Zentrum steht die Frage, ob die dortige Wachstumsverlangsamung allmählich zu Ende geht oder sich dieses und nächstes Jahr fortsetzen wird. Die Konjunkturindikatoren zeigen kein einheitliches Bild. Ein ebenso uneinheitliches Bild zeigen die Schwellenländer als Gruppe. Während China mit rund 7% expandiert, dürften Brasilien und Russland kaum schneller wachsen als Westeuropa. Kurz: Eine global weitgehend inflationsfreie, mässige konjunkturelle Beschleunigung, welche sich 2015 fortsetzen sollte.

Dieses positive Bild wird durch einen dieses Jahr schneller wachsenden Welthandel abgerundet. 2012 und 2013 expandierte dieser langsamer als die Weltproduktion, was sehr ungewöhnlich ist. Jetzt herrschen wieder „normale“ Verhältnisse – der Welthandel sollte 2014 mit 4.3%-4.6% expandieren, also schneller als die globale Produktion von Gütern und Dienstleistungen.

### Die treibende Kraft sind also die Vereinigten Staaten?

Ja, aber nicht erst seit heute. Schon vor zwei Jahren haben sie die Schwellenländer als Wachstumslokomotive

der Welt abgelöst. Amerika ist aber vom früheren Trendwachstum noch weit entfernt. Dennoch, ihr Pro-Kopf Einkommen liegt inzwischen wieder auf dem Rekordstand von 2007/08! Europa dagegen weist in seiner konjunkturellen Entwicklung einen grossen Abstand auf die USA aus und scheint mir noch immer verletzlich zu sein. Ein nicht allzu grosser Schock würde schon genügen, um Europa erneut in die Rezession zu drücken. Es gilt aber festzuhalten, dass der Kontinent auf dem richtigen Weg ist, weshalb wir heute mehr europäische Aktien in unseren Kundenportfolios halten als amerikanische. Der Anpassungsprozess ist im Gang, auch wenn er noch viel Zeit brauchen wird.

### Was meinen Sie damit konkret?

Das Grundproblem liegt darin, dass sich die Konkurrenzfähigkeit der einzelnen Länder stark unterscheidet. Da sie in der gleichen Währungszone liegen, können sie diese Differenzen nicht über eine Abwertung der Währung abbauen, sondern nur über eine Reduktion der Kosten. Ein positives Beispiel ist Spanien: Löhne und Preise sinken, was die Konkurrenzfähigkeit der lokalen Wirtschaft steigert. Diese erfreuliche Entwicklung hat aber eine Kehrseite. Sie beschert den französischen Unternehmen zunehmend Wettbewerbsprobleme, weil sich das Land mit strukturellen Verbesserungen schwer tut – Frankreichs Arbeitskosten sind hoch und die Steuerlast nimmt zu.

Erfreulich ist, dass der Anpassungsprozess in den letzten Monaten durch die starke Verringerung des Schuldendienstes erleichtert worden ist. Spanien, Portugal und Italien können wieder zu sehr niedrigen Zinsen Kapital aufnehmen. Hinzu kommt, dass die zwei grossen Patienten Spanien und Italien nicht mehr auf Auslandskapital angewiesen sind, da beide Leistungsbilanzüberschüsse aufweisen. Die Kehrseite: Der Druck schwindet, überfällige und absolut notwendige Strukturreformen weiterzuführen und die Schulden abzubauen.

Kurzfristig herrscht wieder Ruhe in Euroland. Eine trügerische Ruhe, solange die unabdingbare Verbesserung der fundamentalen Rahmenbedingungen verschleppt wird. Nicht günstigeres Kapital muss her, sondern ein erheblich höherer Wachstumspfad. Ein konjunkturelles Strohfeuer allein wird an der katastrophal hohen Arbeitslosigkeit von 20% und mehr in Spanien, Italien und Griechenland wenig ändern.

## Welche Rolle spielt Deutschland innerhalb Europas?

Um die angesprochenen Ungleichgewichte weiter zu verringern, müssten in Deutschland Löhne und Preise steigen. Im vergangenen Jahr sind die Reallöhne aber gesunken. In Deutschland wird die Einführung einer Lohnuntergrenze geplant. Obwohl ich grundsätzlich gegen solche Eingriffe bin, wird sie immerhin helfen, das Kostenniveau anzuheben.

Innerhalb Europas ist und bleibt Deutschland die stärkste Wirtschaftsnation, getrieben durch den Exportsektor. Allerdings ist die Konkurrenz durch japanische Firmen sehr viel stärker geworden, weil der Yen seit Mitte 2012 massiv an Wert verloren hat. Wir setzen in Deutschland, aber auch im restlichen Euroraum deshalb nicht allein auf die bekannten grossen multinationalen Firmen sondern auch auf solche, die von der Belebung im Inland profitieren und investieren in Firmen wie z.B. Tod's, Rexel, E.On, Aviva und ausgewählte Banken.

Deutschland spielt auch auf dem wirtschaftspolitischen Parkett die führende Rolle, und zwar zusammen mit der Europäischen Zentralbank. Diesem Tandem ist es zu verdanken, dass der Euro lebt und die Langfristzinsen in Südeuropa in die Nähe eines Rekordtiefs gefallen sind. Die Finanzmärkte rechnen fest damit, dass die EZB ihr Versprechen einhalten wird, alles zu unternehmen, um die Einheitswährung zu retten, und dass Deutschland für die Verteidigung der Einheit der Eurozone weiter zahlen wird - am dritten Rettungspaket für Griechenland wird bereits gearbeitet.

Deutschland spielt aber nicht nur eine rühmliche Rolle. Die Kritik ist berechtigt, dass das Land zu wenig unternimmt, um das grosse Wachstumsgefälle innerhalb der Eurozone zu reduzieren. Öffentliche Investitionen z.B. werden durch die Schuldenbremse blockiert. Die heimische Gesamtnachfrage und damit automatisch auch die Nachfrage nach ausländischen Erzeugnissen sollte stimuliert werden. Es ist im Kontext der Schuldenkrise widersinnig dass auch Deutschland einen ausgeglichenen Haushalt anstrebt. Genauso verfehlt ist es, wenn das bei weitem grösste Land Europas einen riesigen Leistungsbilanzüberschuss von fast 7% des Bruttoinlandsprodukts erwirtschaftet. Deutschland importiert zu wenig! Kurz: Die Gefahr ist nicht von der Hand zu weisen, dass sich Europa zu Tode spart.

**Wechseln wir in die Unternehmenswelt. Weltweit halten Firmen enorm hohe Geldreserven. Alleine in den USA sollen es etwa 1,5 Billionen Dollar sein. Bislang haben die Firmenchefs Geld vor allem für Aktienrückkäufe eingesetzt. Wann werden sie wieder im grossen Stil in die Realwirtschaft investieren?**

Wann genau ist schwierig zu sagen, aber kommen wird es auf jeden Fall. Seit 25 Jahren wurde nicht mehr so wenig investiert wie heute, relativ zu den Umsätzen gesehen. Das Durchschnittsalter des Kapitalstocks, also der Maschinen und Anlagen in den Unternehmen, liegt bei über 20 Jahren und damit so hoch wie seit 1958 nicht mehr. Man sieht erste anekdotische Anzeichen für eine höhere Zuversicht bei den Unternehmen. Der Chip-Hersteller Intel

investiert beispielsweise gerade 5 Milliarden Dollar in seine Produktionsstätten in Irland. Die Makrodaten zeigen aber noch keine Trendwende. Sobald der Investitionszyklus beginnt, könnte es zu einem veritablen Boom kommen. Wir investieren deshalb gezielt in Kapitalgüterproduzenten und Technologiefirmen wie zum Beispiel MasTec, Cisco, Teradata, Schlumberger, MRC Global und Precision Castparts.

**Wäre der Investitionsboom aus Sicht der Aktionäre tatsächlich positiv? Schliesslich müssen sie sich mit niedrigeren Gewinnen begnügen, wenn die Firmen viel investieren.**

Das ist eine zu enge Sicht der Dinge. In einem breiteren Zusammenhang gesehen gibt es kein Wachstum ohne Investitionen. Für den Aktionär entscheidend ist, dass knappes Kapital nicht verschwendet, sondern so investiert wird, dass der Unternehmenswert langfristig steigt. Return on Investment ist der Schlüssel. Diverse Untersuchungen kommen zum Schluss, dass Unternehmen die investieren am Aktienmarkt langfristig besser abschneiden als solche, die Geld horten und stagnieren.

**Sobald die Wirtschaft wieder stärker Tritt fasst, dürften auch die Zinsen ansteigen.**

Das ist eine der wichtigsten Fragen, die sich Anleger stellen müssen! Sie lautet nicht, ob die Zinsen steigen werden. Die Frage ist, wie rasch. Ein Anstieg in einem zu hohen Tempo wäre fatal. Das wissen aber auch die Führungsequipen der Zentralbanken. Die Gefahr, dass zu aggressiv gestrafft wird und die Zinsen über ihr Ziel hinausschiessen, ist immer gegeben, z.B. wenn sich die Inflation plötzlich beschleunigen sollte. Ich bin dennoch zuversichtlich, dass dieser Fehler den Notenbanken diesmal nicht unterlaufen wird.

Der Zeitpunkt für ein Anheben der Zinsen naht nur in den USA; in Europa und Japan ist er noch in weiter Ferne - von einer Überhitzung der Weltwirtschaft kann in absehbarer Zeit keine Rede sein. Die US-Konjunktur steht aber auf vergleichsweise soliden Füßen. Dafür spricht, dass die konjunkturelle Arbeitslosigkeit schneller als erwartet auf ein Niveau gesunken ist (4.3%), auf dem typischerweise Lohn- und Preisdruck entstehen. Eine monetäre Zäsur deutet sich am Horizont an! Dennoch, bis Ende 2014 bleibt die Geldpolitik auch in den USA expansiv. Die erste Zinserhöhung folgt wohl erst im Frühjahr 2015. Bis dann sollten sich die noch herrschenden Deflationsängste verflüchtigt haben. Ein Szenarium, das noch immer aktienfreundlich ist. Eine Börsenbaisse ist unwahrscheinlich, solange der globale und inflationsfreie Konjunkturaufschwung an Stärke gewinnt, die Zinsen sich nur langsam von ihrem extrem niedrigen Niveau abheben und die Wirtschaftspolitik gleichzeitig hochgradig unterstützend bleibt.

**Auf was müssen sich Obligationäre einstellen?**

Die Periode, in welcher sich eine geldpolitische Richtungsänderung in der wichtigsten Zentralbank der Welt abzeichnet, ist mit grossen Unwägbarkeiten verbunden. Selbst wenn die Zinsen stabil bleiben, werden die Anleger bald damit beginnen, die Risiken beim Übergang in eine Welt mit höheren Zinsen einzupreisen. Ich halte das Risiko

eines Crashes am allgemein überbewerteten Bondmarkt deshalb für höher als am Aktienmarkt. Dies liegt an der vorangegangenen präzedenzlosen Aufblähung der Liquidität, wie sie in der Vervielfachung der Bilanzsummen der wichtigsten Zentralbanken zum Ausdruck kommt. Die mittel- bis längerfristigen Folgen sind schwer abzuschätzen. Sicher ist nur, dass Munition für einen kreditinduzierten, inflationären Boom vorhanden ist. Ein vernachlässigbares Risiko für dieses und nächstes Jahr, aber ein grösseres Risiko in den Jahren danach.

Solange das Bankensystem lieber Kapitalpolster aufbaut als Reserven auszuleihen, und der Unternehmenssektor Schulden abbaut, statt Bankkredite aufzunehmen, ist der Weg zu einem neuen inflationären Wirtschaftsboom blockiert. Wie lange das so bleibt, kann niemand sagen. Und ob es die Zentralbanken schaffen, die Überliquidität zeitgerecht wieder zurückzunehmen, ist unmöglich vorauszusagen. Wie die Amerikaner betonen „there is no free lunch“! Will heissen, Inflation mag am Ende der Preis dafür sein, dass Deflation und ein weiterer Konjunkturinbruch durch das Öffnen der Geldschleusen verhindert werden konnten. Zinspapiere sind Zeitbomben geworden!

Es ist in diesem Zusammenhang hilfreich, sich das Jahr 1994 in Erinnerung zu rufen. Damals setzte nach mehreren Zinserhöhungen in den USA ein scharfer Kurszerfall auf dem Obligationenmarkt ein. Alle wollten plötzlich nur noch verkaufen. Ein solches Szenario kann sich wiederholen, weshalb wir vorsichtigerweise lieber Cash als Obligationen halten. Gleichzeitig setzen wir seit längerem auf die „Grosse Rotation“, d.h. auf die zu erwartende Umschichtung aus festverzinslichen Papieren in Aktien, die langfristig gesehen fair bewertet sind. 1994 hat man in Aktien weniger verloren als in Obligationen. Die Lehre: Es gibt keine absolut risikolose Anlage. Risiken können sich über die Zeit von einer Anlageklasse zu einer anderen verschieben. Selbst Staatsanleihen können zu „junk“ werden. Und selbst das risikoloseste Staatspapier – Eidgenössische Anleihen – kann so teuer werden, dass man Dividendenpapiere vorzieht.

**Diese Handlungsanleitung und ihre Begründung erscheinen zwar nachvollziehbar. Offenbar tun aber viele Anleger ganz etwas anderes: Sie kaufen immer riskantere Anleihen, um passable und vermeintlich sichere Renditen zu erwirtschaften.**

Es gibt Bereiche, in dem ich Blasenbildungen ausmache angetrieben durch die Jagd nach Rendite. Ein „Naturgesetz“! Lange Phasen von Nullzinsen enden fast immer in einer Finanzblase. Mein Verdacht fällt auf den Bondmarkt angeführt von Anleihen hochriskanter Schuldner, und zwar sowohl von Firmen („Junk Bonds“) als auch von hochverschuldeten Staaten, etwa in Südeuropa. Die ehemals hohen Zinsen riskanter Emittenten sind in den letzten Monaten drastisch zusammengeschmolzen, und zwar in Amerika auf 350 Basispunkte im Fünfjahres-Bereich und in Europa auf unter 300 Basispunkte. Dieses Segment scheint völlig ausgereizt; eine Korrektur droht. Ein Beispiel: Im April hat Portugal langfristiges Kapital zu einem Zinssatz von 3.6% aufnehmen können. Ein Land, dessen Schulden eine Höhe von 135% des Bruttoinlandprodukts (BIP) erreicht haben und weiter ansteigen, und das noch immer ein Budgetdefizit von 5% des BIP ausweist. Von südeuropäischen Bonds würde ich die Finger lassen und

lieber solide, defensive Aktien kaufen, die ebenso hohe, aber wachsende Dividenden ausschütten.

**Viele Anleger trauen sich nach den deutlichen Kursavancen der Vergangenheit aber kaum mehr, in Aktien zu investieren, weil die Bewertungen derart gestiegen sind.**

Das Argument, Aktien seien zu teuer oder gar „überbewertet“, überzeugt mich nicht. Das mag für einzelne Werte gelten, aber nicht für alle. Führen Sie sich einmal folgende Zahlen vor Augen: Innert zehn Jahren ist das weltweite Obligationen-Volumen von 17 auf 94 Billionen Dollar gestiegen. Die Zahl der kotierten Aktiengesellschaften hingegen ist gesunken. In den USA hat sie sich seit 1997 halbiert! Die Anlagemöglichkeiten haben sich also bei den Obligationen gewaltig ausgeweitet, bei den Aktien aber verringert. Wenn der Preis für ein Gut, das relativ seltener wird, steigt, darf das nicht erstaunen.

Für mich stehen die gängigen, statischen und manipulierbaren buchhalterischen Bewertungskennzahlen wie das Kurs/Gewinn-Verhältnis oder das Preis/Buch-Verhältnis bei Strategieüberlegungen nicht im Zentrum. Wichtiger sind die ökonomischen Triebkräfte, die unter Umständen jahrelang auf die Börsen wirken können. Bis etwa Mitte 2013 war es die enorme Expansion der globalen, vorwiegend durch die expansive Geldpolitik genährte, Liquidität, welche die Hausse antrieb. Seither spielen Konjunktur- und Gewinnerwartungen eine gewichtigere Rolle. Dieser Wechsel macht es schwieriger, die „richtigen“ Anlageklassen und die „erfolgversprechenden“ Börsen zu identifizieren. Das Geldanlagen ist mit diesem Übergang riskanter geworden. Wir müssen mit häufigeren Einbrüchen rechnen, so wie wir dies jüngst an der US-Technologiebörse (NASDAQ 100) erlebten. Der nächste Kandidat könnte die Gruppe amerikanischer klein- und mittelgross kapitalisierter Firmen werden, quasi das Gegenstück zu den oben besprochenen riskanten Bonds. Für den Russell 2000-Index zahlt man einen Preis, der den für 2015 zu erwartenden Gewinn um den Faktor 19 übersteigt. Das liegt deutlich über dem langfristigen Durchschnitt von etwa 16 und einiges über dem KGV der 500 grössten US-Firmen von gegenwärtig 14, was angesichts des extrem niedrigen Zinsniveaus eine vernünftige Bewertung darstellt.

Was sich in der Vergangenheit aber nicht verändert hat, ist die Tatsache, dass Aktien eine riskante Anlageklasse sind. Aus heutiger Sicht sind Aktien, weniger riskant als Bonds. Ich bin für 2014 zuversichtlich, dass wir für unsere Kunden mit Aktien Geld verdienen können, wenn auch nicht so viel wie letztes Jahr. Aber auch wenn es „nur“ 6% sind: Das ziehe ich der kümmerlichen Rendite von Obligationen allemal vor. Man muss sich auch vor Augen halten, dass der risikolose Zins praktisch Null ist! Es wäre deshalb verwegen, darauf zu setzen, dass man mit Aktien systematisch zehn Prozent und mehr verdienen kann. Eine 6-prozentige Performance in einem diversifizierten Aktienportfolio darf sich sehen lassen! Selbstverständlich ist sie nicht. Mit Risikopapieren Geld verdienen ist nie einfach. Die grobe Portfolioentscheidung fällt mir aber leichter als früher. Es gibt ja bei Nullzinsen nur zwei Anlageklassen, die einem vorsichtigen Anleger zur Auswahl stehen: Cash und Aktien. Und bei den Aktien konnten wir es uns einfacher machen als früher, uns auf die „reifen“ Märkte konzentrieren und die

Börsen von Schwellenländern fast gänzlich meiden. Eine Strategie, die noch immer Sinn macht.

### **Cash ist eine sinnvolle Anlageklasse?**

Auf jeden Fall. Sie werden einwenden, dass Cash nichts abwirft. Das ist richtig, gilt aber nur in nomineller Betrachtung. Die reale Verzinsung über das ganze Laufzeitenspektrum hinweg ist heute in der Schweiz so hoch wie selten in den letzten Jahrzehnten, und zwar aus einem einfachen Grund: Es herrscht Preisstabilität, die ab und zu von Phasen einer leichten Deflation unterbrochen wird. Ein ideales Umfeld für den vorsichtigen Anleger, der mehr auf Kaufkraftverlust statt auf Performance Wert legt. Ein weiterer Vorteil: Cash schützt vor den Folgen steigender Zinsen und dient als Munition, um Chancen an anderen Märkten, z.B. an den Aktien- oder Rohstoffbörsen, wahrzunehmen. Kurz: Wer Cash schlecht redet macht einen Überlegungsfehler.

### **Bleiben wir bei den Aktien. Welche Sektoren sind aus Ihrer Sicht interessant?**

Technologiewerte finden wir wieder attraktiv. Bis 2009 haben wir das Segment gemieden. Mittlerweile sind bekannte Grossunternehmen wie Cisco, Qualcomm, Ebay, Amazon (nach dem Kurssturz im April), Microsoft und viele andere aber attraktiv bewertet. Natürlich kommt es immer wieder zu Kurseinbrüchen. Dann ist Geduld gefragt. Der grösste von vielen Anlegern begangene Fehler ist es, Gewinner zu früh zu verkaufen. Anlegen braucht ein bisschen Mut! Aufgrund der oben skizzierten Ausgangslage darf man sich heute nicht nur in defensiven Titeln verstecken, sondern muss konsequenterweise auch wirtschaftssensitive, sog. zyklische Aktien halten. Und da gibt es gerade im Schweizer Markt ausgezeichnete Firmen. Ich denke an Namen wie Georg Fischer, Rieter, Clariant oder Sika. Diese Titel, wie viele Aktien von kleinen und mittelgrossen Firmen, sind aber in den letzten zwei Jahren stark gestiegen.

### **Genau das schreckt wohl generell viele Anleger ab: Die Kurse steigen und steigen, und das schon seit einiger Zeit. In den USA begann die Hausse im März 2009. Sie ist nun bereits im sechsten Jahr. Wie lange kann das weitergehen?**

Wie sagt man so schön und so richtig: „Bull markets don't die of old age“. Eine Hausse geht nicht zu Ende, nur weil sie ein bestimmtes Alter erreicht. Zudem, jeder Zyklus ist anders, dieser ist sogar sehr anders! Die Finanzkrise hat eine ungewöhnlich schwere Rezession verursacht. Ein 60-Jahres Kreditzyklus lief aus, weshalb die Konjunkturerholung ungewöhnlich langsam verläuft und sich in die Länge zieht. Wir stehen also noch nicht am Ende des Konjunkturzyklus sondern mittendrin. Eine Aktienbaisse läuft fast immer einer Rezession voraus. Da ich für eine erneute Rezession keinerlei Anzeichen sehe, gehe ich davon aus, dass die Hausse weitergeht.

### **In welchen Regionen soll man investieren: Im teuren US-Aktienmarkt oder im wackeligen Europa?**

In beiden, schon der risikoschmälernden Diversifikation wegen. US-Firmen profitieren von billiger Arbeit, billigem Kapital, billiger Energie und von einer billigen Währung. Deshalb ist die Profitabilität und damit auch die

Bewertung hoch; höher als in Europa. Der US-Profitzklus ist viel weiter fortgeschritten. Wenn Sie nach einer Rangliste fragen, steht bei mir Europa deshalb auf dem ersten Platz. Der Konjunktur- und Gewinnzyklus ist noch jung, die Makrorisiken höher, aber auch das Verbesserungspotential. Die Unternehmen kommen mit Schwung aus der Rezession, lasten die Kapazitäten zunehmend besser aus. Die Hebelwirkung auf die Gewinne ist viel grösser als in den USA.

Bei den Regionen folgt auf dem zweiten Platz nicht die USA, sondern Japan. Der deflationäre Gegenwind hat gedreht, das Finanzsystem ist kerngesund, die Exportwirtschaft wettbewerbsstark und viele bekannte Unternehmen deshalb in hervorragender Verfassung. Letztes Jahr haben sich die Unternehmensgewinne mehr als verdoppelt. Nur wenige Anleger sind sich bewusst, wie stark sich die Profitmargen in den vergangenen zwei Jahrzehnten verbessert haben – von durchschnittlich rund 3.5% in den Neunzigerjahren auf heute gut 9%. Anders als in den USA stellt die Bewertung kein Stolperstein dar. Im Gegenteil: Während für US-Aktien im Schnitt weit über das Doppelte des Buchwerts bezahlt wird, bekommt man japanische Aktien zum Buchwert. Kurz: Japan hat nun endlich zwei Jahrzehnte wirtschaftlicher Stagnation überwunden. Alle Portfolios sollten deshalb eine solide Position japanischer Aktien aufweisen.

### **Kommen Schwellenländer auf ihrer Rangliste auch vor?**

Für uns ist der Zeitpunkt, um substanziell in Schwellenländer zu investieren, noch nicht gekommen. Der Boom bei den BRICs (Brasilien, Russland, Indien, China) der 2000er Jahre war nicht nur von einem Kreditboom getrieben, sondern auch von einem Rohstoff-Superzyklus und von ausländischen Firmen, die globale Lieferketten aufbauten. Alle drei Triebkräfte haben sich mittlerweile umgekehrt, weshalb das Potentialwachstum der Schwellenländer nur noch halb so hoch ist wie vor zehn Jahren. Jetzt kommen Fehlstrukturen zu Tage, welche das Trendwachstum drücken. In China zum Beispiel wurde zu viel investiert. Jetzt kämpft man mit Überkapazitäten und hohen Schulden begleitet von einer sinkenden Kapitalproduktivität und rückläufiger Profitabilität, weshalb die chinesische Aktienbörse nur optisch günstig bewertet erscheint. Die lange erwartete Öffnung des Finanzsystems ist zwar in Gang gekommen, aber das Bankensystem bleibt verletzlich solange das Kreditwachstum nicht zurückgebunden wird und sich der Immobilienmarkt nicht stabilisiert hat. Immerhin macht die Regierung von Xi Jinping einen guten Eindruck. Wir warten ab und beobachten. Für uns am schönsten wäre es, würde der Aktienmarkt noch einmal kräftig korrigieren. Dann könnte man langsam einen Einstieg wagen und dafür in den USA weiter reduzieren.

### **Der US-Markt ist also doch schon teuer genug, um Gewinne mitzunehmen?**

Er ist auf jeden Fall teurer als Europa, und zwar ganz egal, welche Masszahl Sie betrachten. Erhellend finde ich vor allem die sog. Q-Ratio, das Verhältnis zwischen dem Börsenwert einer Firma und dem Wiederbeschaffungswert seiner Aktiva. Dieser Wert ist derzeit überdurchschnittlich hoch. Das ist ein starkes Argument dafür, bei Neuengagements vorsichtig zu verfahren, aber auch dafür,

dass der auch von mir prognostizierte Investitionszyklus bald beginnen sollte: Denn bei einem hohen Q ist es billiger, Fabriken zu bauen, als Fabriken zu kaufen. Und Cash ist bei den grossen Firmen ja genügend vorhanden. In der Tat, Umfragen bestätigen, dass auch die Wirtschaftsführer die Konjunkturperspektiven zunehmend positiv einschätzen. Der gegenwärtige Übernahmeboom dürfte, so wage ich zu behaupten, nächstes Jahr von einem beginnenden Investitionsboom abgelöst oder begleitet werden.

### **Was hält Sie denn noch zurück?**

Investiert wird nur, wenn die Zukunft einigermaßen abschätzbar ist. Und dazu gehört, was vielfach unterschätzt wird, auch Klarheit über die Steuerpolitik. Und die ist in den USA nicht gegeben. Unsichere Rahmenbedingungen wirken auf die Wirtschaft noch schlimmer als eine restriktive Geldpolitik. Das gilt aber nicht nur für die USA, sondern für jedes Land – auch die Schweiz. Dennoch, ja, wir bleiben bei unserer ausgeprägt aktienfreundlichen Anlagepolitik, auch in Amerika. Auch wenn Amerika relativ teuer scheint, es ist der bei weitem grösste und breiteste Markt. Um Amerika kommt kein Anleger herum. „Sell in May“ ist für uns kein Thema!