

# «Die SNB wird in den kommenden Jahren noch viel stärker unter Druck kommen»

Beim Finanzmarkt-Roundtable der «Neuen Zürcher Zeitung» geben Experten im Gespräch mit Anne-Barbara Luft und Michael Ferber einen Ausblick auf die Chancen und Risiken an den Märkten im Jahr 2020. Alle vier sind optimistisch für die weitere Entwicklung an den Aktienmärkten. Sorgen bereitet unterdessen der hochverschuldete US-Unternehmenssektor – von dort könnte die nächste Rezession ausgehen

Der Swiss-Market-Index hat in diesem Jahr 24% gewonnen. Damit hatte niemand gerechnet. Was ist der Grund für dieses Rally?

**Martina Müller-Kamp:** Die Geldpolitik war in diesem Jahr weiterhin sehr expansiv. Die Notenbanken in den USA, Europa und in der Schweiz sind immer schnell eingesprungen, wenn die konjunkturelle Situation wackelig wurde. Sie haben mit der expansiven Geldpolitik versucht, nicht nur die Konjunktur zu stützen, sondern auch die Aktienmärkte.

Die Hausse ist also von den Zentralbanken gemacht?

**Gero Jung:** Sie spielen mit Sicherheit eine wichtige Rolle, und die Kehrtwende der US-Notenbank war die grösste Überraschung in diesem Jahr. 2018 hatte ich drei Zinserhöhungen der Federal Reserve für dieses Jahr erwartet, stattdessen kam es zu drei Zinssenkungen. Der offizielle Grund für die dreifache Pirouette von Fed-Chef Jerome Powell ist natürlich die Konjunkturverlangsamung.

Nun gibt es Anzeichen dafür, dass die Konjunkturschwäche bereits überwunden ist. Ein Beispiel ist die Zinsstrukturkurve.

**Christian Gattiker:** Die Zinskurve ist ein Signal mit einem sehr langen Vorlauf. 2005 hatte sie bereits einen inversen Verlauf, die Rezession kam dann erst 2008. Ich erwarte eine milde Rezession in den USA frühestens in zwei Jahren. Für 2020 ist die Rezession weltweit vom Tisch.

**André Kistler:** Wir leben generell in einer sehr stabilen Welt mit flachen Wirtschafts- und Inflationszyklen. Die Wachstumsraten schwächen sich aber ab. Die Konjunkturentwicklung in China, die demografische Alterung, die rekordhohe Staatsverschuldung und die Geldschwemme drücken auf das Wachstum und die Teuerung. Global liegt das Wachstum noch bei 2,5 statt 4%. Dass es noch positiv ist, verdanken wir den aufstrebenden Schwellenländern, der Digitalisierung sowie der Öffnung der Welt.

«Der März ist ein wichtiger Monat, vor allem weil dann der Kandidat der Demokraten aufgestellt wird.»

Gero Jung

Ökonomen dürfen zudem nicht vergessen, dass die Menschen immer wollen, dass es ihnen besser geht.

Was könnte die gute Entwicklung an den Aktienmärkten im kommenden Jahr brengen?

**Müller-Kamp:** Wir hätten ein Problem gehabt, wenn wir in eine scharfe Rezession gelaufen wären. Aber auch ein extrem starker Boom, der Hand in Hand mit Inflationsängsten gekommen wäre, hätte den Märkten geschadet. Dann hätten die Marktteilnehmer nämlich die Sorge, dass die Notenbank die Zinsen zu schnell anziehen könnte. Momentan gleiten wir in die beste aller Welten, mit moderat niedrigem Wachstum, aber weiterhin expansiver Geldpolitik. Diese flacheren Zyklen sind sehr gut für den Aktienmarkt.

Welches Risiko stellt der schwelende Handelskrieg zwischen den USA und China dar?

**Jung:** Investitionsentscheidungen sollten nicht aufgrund politischer Entwicklungen gemacht werden. Die politische Unsicherheit in den USA und auch um den Brexit sollte aber abnehmen. Der März ist dann ein wichtiger Monat,

vor allem weil dann der Kandidat der Demokraten aufgestellt wird. In einem Umfeld mit stetigem, aber moderatem Wachstum und negativen Zinsen gibt es wenige Alternativen zu Aktien. Viele Anleger haben Angst, das Rally verpasst zu haben, und werden vor dem Jahresende noch einsteigen. Die Zuflüsse im November deuten das an.

**Kistler:** Der Handelskrieg kann in den nächsten Monaten sowohl negative als auch positive Signale aussenden. Das grösste Risiko ist für Anleger aber ein zu kurzer Zeithorizont. Beim Kauf einer Aktie muss man einen Horizont von wenigstens sieben Jahren haben. Kurzfristig wird es Rückschläge geben. Es kann immer wieder zu Korrekturen von 5 oder sogar 10% kommen. Alle diese Korrekturen haben eines gemeinsam: Sie sind vorübergehend. Unsere Welt ist sehr transparent, stabil und eng vernetzt.

Sind Anleihen angesichts der extrem niedrigen Zinsen noch eine gute Anlage für Privatinvestoren?

**Müller-Kamp:** Die Renditen am Kapitalmarkt sind zwar negativ, aber Obligationen dienen immer noch der Diversifikation. Wenn es zu einer Krise kommt und die Aktienmärkte stark fallen, dann steigt die Korrelation zu anderen Anlageklassen – ausser zu Obligationen mit sehr guter Bonität. Deswegen haben solche Papiere auch im jetzigen Zinsumfeld immer noch ihre Berechtigung in einem diversifizierten Portfolio.

Herr Kistler sieht das anders, oder?

**Kistler:** Bei sehr risikoaversen Investoren gehören Anleihen ins Portfolio. Ich empfehle dann Unternehmensanleihen, die wenigstens noch eine Rendite von 0,5% aufweisen. Als Aufbewahrungsort für Liquidität sind Anleihen schon geeignet. Die reale Obligationenrendite in der Schweiz ist auf historischem Tiefstand. Das ist wirklich nicht attraktiv.

Haben sich am Obligationenmarkt Blasen gebildet?

**Gattiker:** Derzeit rentieren weltweit festverzinsliche Titel mit einem Volumen von 12 Bio. \$ negativ. Da kann man von einer Blase sprechen. Die nächste Rezession wird aus dem US-Unternehmensbereich kommen. Ein Drittel des Hochzinssegmentes besteht bereits aus Zombiefirmen – das sind Unternehmen, die nur aufgrund sinkender Zinsen überleben. Dort wird es 2021 oder 2022 zu einem Reinigungsprozess kommen.

Sie erwarten also eine grosse Zahl von Firmenpleiten?

**Gattiker:** Ja, aber erst im nächsten Abwärtszyklus. Zurzeit gibt es noch Nachspielzeit. Bei den Anleihen schlechterer Kreditqualitäten gibt es deutliche Übertreibungen. Dort wird es Korrekturen geben.

**Kistler:** Das ist genau der Punkt. Die Notenbanken sind verdammt, auf expansivem Kurs zu bleiben. Wegen der Unternehmens-, aber auch wegen der Staatsverschuldung. Die Politiker werden die Notenbanken weiter in ihre Pflicht nehmen. Die Notenbanken sind schon lange nicht mehr unabhängig. Die Rufe nach Helikoptergeld, nach der Modern Monetary Theory und sogar nach Aktienkäufen durch die Notenbanken werden immer lauter.

Trotzdem sind Sie optimistisch für Aktien. In Japan hat man gesehen, dass nach der Immobilienblase die Aktienmärkte hohe Verluste verbucht haben. Ist das nicht ein Warnsignal?

**Kistler:** Japan ist ja sehr abgeschottet. Wir haben zum Glück die riesigen aufstrebenden Schwellenländer, die Wachstum bringen. Unternehmen sind global tätig und machen schon lange einen Grossteil ihrer Umsätze in diesen Ländern. Das Szenario spricht für Aktien, für Sachwerte und gegen Nominalwerte.

Trump drängt darauf, dass die amerikanische Notenbank die Zinsen weiter senkt. Wird die Fed auch auf null gehen?



Gero Jung.



Christian Gattiker-Ericsson.



Martina Müller-Kamp.



André Kistler.

BILDER: JOEL HUNN/ZZZ

**Jung:** Nein. Die US-Wirtschaft wird weiterhin solide mit 2% wachsen. Den Konumenten, dem Wachstumsmotor der US-Konjunktur, geht es gut. Es gibt bis anhin auch keine Überschuldung der Haushalte.

**Müller-Kamp:** Zinserhöhungen sind vom Tisch. Sollten die Konjunkturdaten aber nicht so gut sein wie bis jetzt erwartet,

weder zweckgebunden oder mittels Gut-scheinen Geld vom Staat bekommen. In Kombination mit der Klimadiskussion könnte die Wirtschaft so sehr gezielte Unterstützung erhalten. In Deutschland könnte es zu Massnahmen wie der Abwrackprämie kommen – bei Autos wurden hier in der Vergangenheit ältere Fahrzeuge durch neue, umweltschonendere ersetzt. Schaut man hingegen auf andere Länder in Europa, so fällt auf, dass die Ankündigung von Steuer-senkungen in letzter Zeit zu Wahlsiegen verholfen hat.

Deutschland hat seine Verschuldung etwas abgebaut, aber viele europäische Länder sind weiterhin hoch verschuldet. Wie können sie überhaupt eine solch expansive Fiskalpolitik betreiben? Hat das nicht negative Folgen an den Obligationenmärkten?

**Gattiker:** Erstaunlicherweise haben wir ja bei Italien gesehen, dass die Renditen auf den zehnjährigen Staatsobligationen gesunken sind, nachdem die Regierung eine expansive Fiskalpolitik mit dem Plazet von Brüssel angekündigt hatte. Die Risiken wurden also als tiefer angesehen. Eine solche expansive Fiskalpolitik kann einen realwirtschaftlichen Effekt haben, im Gegensatz zur Geldpolitik, die nur die Vermögenspreise nach oben treibt. Die Parallelen zwischen der Euro-Zone und Japan sind auffällig. Japan hat zwar sehr hohe Schulden, aber kaum im Ausland. In Europa schuldet beispielsweise Italien Deutschland und anderen Ländern viel Geld, aber ausserhalb der Euro-Zone ist das Land kaum verschuldet. Nach aussen ist die Euro-Zone ein

dann ist die Erwartung hoch, dass die Zinsen noch einmal gesenkt werden.

Welche Rolle hat der Druck des amerikanischen Präsidenten Donald Trump auf die Federal Reserve bei den Zinssenkungen in diesem Jahr gespielt?

**Gattiker:** Die Federal Reserve hat ein anderes Mandat als die anderen Notenbanken. Ihr Ziel ist nicht nur Preisstabilität, sondern auch ein ordentlicher Gang der Wirtschaft. Die Fed war auch niemals unabhängig, denn sie gehört ja den grossen US-Banken. Es gibt dort immer auch ein Interesse, die Finanzmärkte zu berücksichtigen. Umso mehr macht es den Eindruck, dass die Fed unter dem politischen Druck eingeknickt ist.

Viele Beobachter gehen davon aus, dass die Fiskalpolitik der Geldpolitik in Zukunft stärker beisprenigen wird, um die Konjunktur zu stützen. Wie sehen Sie das?

**Gattiker:** Das dürfte in den kommenden Jahren das definierende Moment sein. Nach den Negativzinsen kommen nun die Negativsteuern. Das wird Formen annehmen, die wir zum Teil kennen, zum Teil aber auch nicht. Es ist davon auszugehen, dass die Bürger ent-

hermetischer Kapitalmarkt. Die japanische Staatsverschuldung ist prozentual zum Bruttoinlandsprodukt gesehen fast dreimal so hoch wie die der Euro-Zone.

Was ist von der Europäischen Zentralbank unter ihrer neuen Präsidentin Christine Lagarde zu erwarten?

**Kistler:** Die EZB wird sehr expansiv bleiben müssen. Sie wird mit den Obligationenkäufen fortfahren, sie wird sie sogar aufstocken. Vielleicht wird sie auch noch Aktienkäufe tätigen. Die Zinsen werden tief bleiben. Mit ihrer Geldpolitik ist die EZB noch lange nicht dort, wo sich die Bank of Japan befindet. Der Staat drückt also selber das Geld und finanziert damit seine Ausgaben. Nun kann man sagen, dass irgendwann das Vertrauen der Investoren verloren gehen wird und dass alles zusammenfällt. Bis dahin könnte es aber noch viele Jahre dauern.

**Müller-Kamp:** Christine Lagarde hat angekündigt, neue Ziele wie den Kampf gegen den Klimawandel in das Mandat der EZB aufzunehmen. Das sehen wir kritisch, denn eine Notenbank ist ja nicht vom Wähler legitimiert, dies zu tun. Es gibt auch nicht die entsprechenden Kontrollmechanismen dafür.

**Kistler:** Das grösste Problem Europas ist doch die Einheitswährung. Die Euro-Länder sind sehr heterogen. Die süd-europäischen Länder sind nicht wettbewerbsfähig, ihre Schulden steigen und steigen. Wie Brüssel das lösen will, ist die grosse Frage.

**Jung:** Die Situation in Europa ist nicht gut, sie ist aber auch nicht katastrophal schlecht. Das Wirtschaftswachstum von rund 1% liegt nah am Potenzialwach-

stum. Im ersten Quartal 2020 könnten die Regeln für Obligationenkäufe der EZB geändert werden. Derzeit dürfen die EZB und die nationalen Notenbanken der Euro-Zone bis zu 33% der Staatsschulden eines Landes halten. Hier könnte es zum Beispiel eine Steigerung auf 50% geben. Dies würde der Europäischen Zentralbank mehr Raum geben, um weiter zu agieren.

Wird die Schweizerische Nationalbank vor diesem Hintergrund die Zinsen weiter in den negativen Bereich senken?

**Müller-Kamp:** SNB-Präsident Thomas Jordan hat ja gesagt, er könne sich das vorstellen. Ich glaube aber, dass die Nationalbank versuchen wird, dies zu vermeiden. Bei ihrem letzten Zinsentscheid hat die Schweizerische Nationalbank nicht die Negativzinsen, aber die Freigrenzen für Banken erhöht. Das war sicherlich ein Schritt, um zu verhindern, dass Banken die Negativzinsen weiter überwälzen und im Zweifelsfall sogar an Kleinkunden weitergeben. Wir sind der Meinung, dass die SNB die Zinsen nur weiter senken wird, wenn der Aufwärtsdruck auf den Franken sehr stark ist und sie nicht in der Lage ist, diesen mit anderen Massnahmen zu lindern.

Wie beurteilen Sie den Erfolg der Negativzinsen?

**Müller-Kamp:** Zumindest hat es die SNB geschafft, dass der Franken nicht noch deutlich stärker geworden ist. Das würde ich als Erfolg sehen.

**Jung:** Zu den Negativzinsen gibt es zwei Dinge anzumerken. Erstens ist der Fran-

ken eine Sicherer-Hafen-Währung, wenn es in Europa Probleme gibt. Das war dieses Jahr nicht der Fall. Das Hauptrisiko war ganz klar der Handelskrieg zwischen den USA und China. Hierbei kam vor allem der Yen unter Aufwertungsdruck, und nicht der Franken. Wenn es in Europa grössere Probleme gäbe, käme der Franken wieder unter Druck.

André Kistler

Zweitens sieht man an den Flüssen, dass es nicht unbedingt Ausländer sind, die Franken kaufen, sondern vor allem inländische Investoren, beispielsweise Pensionskassen. Das deutet darauf hin, dass diese Investoren nicht von den Negativzinsen abgeschreckt werden.

**Kistler:** Viele Investoren suchen trotz den Negativzinsen die Sicherheit einer guten Währung. Darum bin ich davon überzeugt, dass die SNB in den kommenden Jahren noch viel stärker unter Druck kommen wird. Die Nachfrage nach Franken wird noch viel mehr stei-

André Kistler

1995 gründete André Kistler zusammen mit seinem Geschäftspartner Norbert Albin die Vermögensverwaltung Albin Kistler. Dort ist er heute Chefstratege und Mitglied des Verwaltungsrats. Vor seiner Selbstständigkeit war Kistler bei der Bank Vontobel im Asset-Management und bei Fiduciary Trust New York im Research tätig. Er begann seine Karriere 1972 bei der Schweizerischen Bankgesellschaft.

den. Die Schweiz ist ein leuchtendes Beispiel weltweit, wir sind in diesen unruhigen Zeiten ein unglaublich stabiles Land. Herr Jordan ist ein sehr kluger, aber auch sehr vorsichtiger, wenn nicht gar ängstlicher Notenbanker. Er wird mit den Minuszinsen noch weiter hinuntergehen, da bin ich ziemlich sicher. Das ist aber nicht die Lösung. Und die SNB kann doch nicht immer weiter Fremdwährungen aufkaufen in bald vielleicht x-facher Menge des BIP...

Was müsste die SNB denn tun?

**Kistler:** Die SNB müsste die Märkte spielen lassen. Auch für die Schweiz gibt es eine Schmerzgrenze, das weiss jeder Käufer von Franken. Der Franken wird nur so stark sein, wie unsere Exportwirtschaft noch funktioniert. Wenn dies nicht mehr der Fall ist, will kein Mensch mehr Franken kaufen. Ich habe grosses Vertrauen in den Markt.

Die Geldpolitik der EZB manipuliert doch den Markt, dieser kann gar nicht frei spielen.

**Kistler:** Das stimmt, es kommt zu Marktbeeinflussungen. Aber die Devisenmärkte spielen schon frei. Es ist unmöglich, dass der Franken auf 50 Rappen gegenüber dem Euro steigt. Die Marktkräfte spiegeln ja kluges Geld wider.

Wenn wir schon über Währungen reden: Wie sehen Sie die Entwicklung des Projektes Libra? Dieses ist ja hochtrabend gestartet, einige Teilnehmer sind nun aber abgesprungen. Wie wird es da weitergehen?

**Müller-Kamp:** Das Vertrauen in eine Währung ist massgeblich dafür, ob sie funktioniert oder nicht. Wenn hinter einer Währung Facebook steht, stellt sich die Frage, ob man in sie Vertrauen haben kann. Gut finde ich an dem Vorschlag, dass bei Libra im Gegensatz zu anderen Blockchain-basierten Währungen ein Korb von angestammten Währungen hinterlegt ist. Das ganze Konstrukt finde ich aber eher schwierig. Ich bin nicht grundsätzlich gegen solche Projekte, sie müssen aber anders aufgebaut sein.

Was halten Sie von Bitcoin und anderen Kryptowährungen?

**Gattiker:** Ich glaube, hier läuft eine darwinistische Selektion von verschie-

denen Geschäftsmodellen. Derzeit ist aber keine wirkliche «Killer-Applikation» zu sehen. Libra ist eine Art Kompromissprojekt, bei dem man versucht, die neue mit der alten Welt zu verheiraten. Mit der Konkurrenz der Notenbanken und der Angst vor Kapitalflucht in den Schwellenländern ist das Projekt gegen eine Wand gelaufen. Die Experimente laufen aber weiter. Bitcoin hat seine Schwächen, ist aber bis anhin die Nummer eins unter den Kryptowährungen. Aus meiner Sicht ist Bitcoin aber eher ein Edelmetallersatz als eine echte Transaktionswährung.

Die Angst vor einem Börsencrash steigt, Crash-Bücher belegen die ersten Plätze in den Bestsellerlisten. Viele Anleger fragen sich, wie sie sich in diesem Umfeld positionieren sollen. Wie sieht Ihre Anlagestrategie aus?

**Jung:** Kurzfristig erwarten wir eine typische Erholung, gerade auch in Europa. Deshalb setzen wir auf zyklische, konjunktursensible Aktien. Wir glauben, dass der Abschwung im Industrie-segment bereits zu einem Ende gekommen ist. Wir mögen auch Schwellenländeraktien, gerade auch mit Fokus auf China. Im Obligationenbereich setzen wir auf Schwellenländeranleihen in ausländischer sowie in Lokalwährung und auf selektive Hochzinsanleihen aus den USA und Europa. Unser Musterportfolio enthält zudem einen 5%-igen Anleihen Gold.

**Kistler:** Es gibt zwei Dinge, die wir auch im nächsten Jahr stark übergewichten: den Franken und Aktien. Bei Letzteren ist beste Qualität das allerwichtigste Kriterium. Wir kaufen nur Aktien aus politisch sicheren Ländern, aus der Schweiz, Europa und den USA. In der Schweiz gibt es eine grosse Zahl an phantastischen Unternehmen im Small- und Midcap-Bereich. Im Allgemeinen weisen die Aktien dieser Firmen eine bessere Performance als Standardwerte auf. Die niedrigen Erträge in der Vorsorge sind ein wichtiges Thema, es wird deshalb noch viel Geld in Aktien fliessen. Die Wertschöpfung auf dieser Welt findet in den Firmen statt. Bei vielen erstklassigen Unternehmen stehen die Reingewinnrenditen auf über 5% bei null Inflation, was will man mehr?

**Müller-Kamp:** Wir sind weiterhin positiv für Aktien eingestellt und haben

Obligationen untergewichtet. Gold haben wir übergewichtet. Bei den Aktien versuchen wir, mit gewissen Anlagestilen Prämien zu verdienen, wir setzen also auf Strategien wie Quality oder Momentum.

**Gattiker:** Unsere Herausforderung ist es seit Jahren, dass viele Kunden gar nicht oder zu wenig investieren. Die wirtschaftliche Lage derzeit spricht nicht dafür, irgendwo in den Bunker zu gehen. Wir empfehlen auch ausländischen Kunden, Schweizer Aktien überzugewichten – entgegen der wissenschaftlichen Theorie, die sich für eine weltweite Aufteilung der Gelder starkmacht. Viele Schweizer Unternehmen erwirtschaften den Grossteil ihres Umsatzes im Ausland, deshalb greift die Theorie hier weniger. Das Einzige, wo wir eine grosse Lücke in der Schweiz sehen, ist bei den neuen Technologien. Da muss man in die USA ausweichen. Das nächste grosse Thema für die Portfolios ist China. Die nächste Dekade wird China gehören. Die Innovation dort ist atemberaubend, China wird die Unternehmen- und die Konsumwelt komplett umplüpfen. Deshalb haben wir in unseren Musterportfolios jetzt 5% der Gelder in chinesischen Aktien.

Für viele Anleger ist ja auch das Thema Immobilien sehr wichtig. Wie schätzen Sie den Schweizer Immobilienmarkt ein? Gibt es da eine Blase?

**Jung:** Man sieht schon, dass grosse institutionelle Anleger wie zum Beispiel die Schweizer Pensionskassen weiterhin stark in Immobilien investiert sind. Da es weiterhin Negativzinsen geben wird, dürften die Immobilienpreise zumindest nicht fallen. Wir sehen keinen Grund, weshalb es jetzt zu einem starken Rückgang der Preise kommen sollte.

**Müller-Kamp:** Wenn man sich die absolute Bewertung oder die Aufgeldder bzw. Agios von kotierten Immobilienfonds anschaut, sind Immobilien sicherlich nicht mehr günstig. Relativ gesehen ist die Ausschüttungsrendite von Schweizer Immobilienfonds mit rund 3% aber

«Nach den Negativzinsen kommen nun die Negativsteuern. Das wird Formen annehmen, die wir zum Teil kennen, zum Teil aber auch nicht.»

Christian Gattiker-Ericsson

immer noch deutlich höher als die Rendite von zehnjährigen Schweizer Staatsobligationen. Damit bleiben Immobilienanlagen für uns attraktiv.

**Gattiker:** Wir haben es am Schweizer Immobilienmarkt mit einer Mengelblase und nicht mit einer Preisblase zu tun. Bei Renditeeigenschaften gehen die Preise teilweise ziemlich deutlich zurück, weil es ein massives Überangebot gibt. Die Pensionskassen haben dramatische hohe Summen in den Immobilienmarkt investiert. Allerdings deutet nichts auf einen Immobilien-Crash hin, da wir uns ja alle eingig sind, dass die Zinsen vorerst nicht steigen werden. Positiv zu sehen ist auch, dass die Banken vorsichtiger vorgehen als vor der Immobilienkrise in der Schweiz in den neunziger Jahren. Zudem ist bei den Käufern kein entsprechender Übermut zu beobachten. Die derzeitige Situation ist einfach das Resultat einer sehr langen Zeit mit niedrigen Zinsen, diese hat zu einem Überangebot an Immobilien geführt. Bei den Einfamilienhäusern sehe ich eigentlich überhaupt kein Problem, bei den Renditeeigenschaften hingegen schon. Hier haben sich die Preise bereits ziemlich stark korrigiert.