



## Fokus auf unternehmerisches Wirken



Der Fokus auf unternehmerisches Wirken lohnt sich langfristig. Deshalb gewichten wir die Einschätzungen der europäischen Einkaufsmanager besonders. Diese haben hohe Werte im Dienstleistungssektor hervorgebracht und damit in einer Phase von neuen Handelsstreitigkeiten und «Italien-Sorgen» erneut alle Analysten überrascht. In den beiden grossen Kernländern Europas, Deutschland und Frankreich, hat sich der Berg unbearbeiteter Aufträge in der Industrie auch im Juni weiter erhöht, wenn auch mit geringerer Dynamik als zuletzt.

Zudem ist das Niveau der Stimmungskennindikatoren weiterhin hoch. Sämtliche Indikatoren liegen spürbar oberhalb der Expansionsschwelle von 50 Punkten, womit eine Ausweitung der Geschäftstätigkeit angezeigt wird. Der Wirtschaft geht es offensichtlich besser, als es die Stimmung jener vermittelt, die sich auf Handelsstreitigkeiten fokussieren. Als diese Ergebnisse der europäischen Einkaufsmanagerindizes publiziert wurden, hatten die europäischen Aktienmärkte eine wellenreiche Woche gewendet.

Der aktienbezogene Leitbarometer Swiss Market Index (SMI) hat die Woche mit einem leichten Minus abgeschlossen. Roche, mit einem Wochenplus von 3.8%, legte am stärksten zu. Die vollständige Übernahme der hierzulande kaum bekannten Diagnostikfirma Foundation Medicine (FMI), an welcher der Basler Konzern schon seit 2015 mit 56% beteiligt war, wird

als wertvolle Investition in eine neue Ära der Krebstherapien betrachtet.

FMI ist spezialisiert auf die genetische Analyse von Krebsgewebe. Das sogenannte «Comprehensive Genetic Profiling» von Krebszellen aller Art soll beschleunigt und durch Roche weltweit besser zugänglich gemacht werden. FMI bleibt eigenständig und wird den Service auch anderen Unternehmen anbieten. Die menschliche Erbsubstanz besteht aus den 23000 Genen, aus denen der Test individuell jene 315 «herausfischt», die für eine Krebserkrankung verantwortlich sind und analysiert, wo welche Mutation auf einem Onko-Gen vorliegt. Der Befund wird dann mit möglichen Therapien abgeglichen, um jene vorzuschlagen, welche die beste Wirkung versprechen. Diese Präzisionsdiagnostik stellt einen Meilenstein in der personalisierten Medizin dar.

Bei den Anleihensmärkten schreitet die Flucht in die Qualität weiter voran. Das langfristige Kreditrating von Raiffeisen Schweiz wurde durch die Ratingagentur Moody's von der 6. auf die 7. Stufe gesenkt (von A2 auf A3). Der Ausblick bleibt negativ. Der negative Ausblick wird durch die schlechten Noten durch die Finanzmarktaufsicht (FINMA) und mit mangelhaftem Risikomanagement begründet. Die 5-jährige Anleihe der Versandapotheke «Zur Rose», mit einem Coupon von 2.5%, haben wir nicht gezeichnet. Die Firma bewegt sich ratingmässig tief im Hochrisikobereich.

## Wertentwicklung

Aktienmärkte	seit 31.12.17	
SMI	8 616.6	-8.2%
SPI	10 335.4	-3.9%
DAX (€)	12 579.7	-2.6%
Euro Stoxx 50 (€)	3 441.6	-1.8%
S&P 500 (\$)	2 754.9	+3.0%
Dow Jones (\$)	24 580.9	-0.6%
MSCI EM (\$)	1 088.0	-6.1%
MSCI World (\$)	2 114.9	+0.5%

Obligationenmärkte	seit 31.12.17	
SBI Dom Gov TR	221.2	-1.1%
SBI Dom Non-Gov TR	138.5	-0.5%

Immobilienmärkte	seit 31.12.17	
SXI RE Funds	360.7	-5.5%
SXI RE Shares	2 503.1	+2.6%

Rohstoffe	seit 31.12.17	
Öl (WTI; \$/Bbl.)	69.0	+14.2%
Gold (\$/oz.)	1 270.6	-2.5%

Wechselkurse	seit 31.12.17	
EUR/CHF	1.1517	-1.6%
USD/CHF	0.9881	+1.4%
EUR/USD	1.1651	-2.9%

Kurzfristige Zinsen	seit 31.12.17			
	3M	Prog. 3M	Prog. 12M	
CHF	-0.73	-0.8	-0.7	-0.3 - ±0.0
EUR	-0.37	-0.4	-0.3	+0.1 - +0.3
USD	+2.34	+2.5	+2.7	+2.8 - +3.0

Langfristige Zinsen	seit 31.12.17			
	10J	Prog. 3M	Prog. 12M	
CHF	-0.04	-0.1	+0.3	+0.6 - +1.0
EUR	+0.38	+0.8	+1.0	+1.1 - +1.4
USD	+2.89	+2.7	+3.0	+3.2 - +3.5

Teuerung	seit 31.12.17		
	2018P	2019P	2020P
Schweiz	+1.1%	+1.3%	+1.2%
Euroland	+1.9%	+2.3%	+2.2%
USA	+2.2%	+2.0%	+2.0%

Wirtschaft (BIP real)	seit 31.12.17		
	2018P	2019P	2020P
Schweiz	+2.0%	+1.8%	+1.5%
Euroland	+2.3%	+2.4%	+2.4%
USA	+2.6%	+2.5%	+1.8%
Global	+3.8%	+3.8%	+3.5%



## Thema der Woche: Inflation und Kerninflation in Europa

Vielleicht die wichtigste ökonomische Grösse, die in der kommenden Woche publiziert wird, ist die Inflation respektive Kerninflation in Europa, dem grössten Wirtschaftsraum der Welt. Im Mai 2018 ist die Inflation in der Eurozone auf 1.9% gestiegen, in Deutschland auf 2.2%. Doch nicht nur die Zahl per se, sondern auch wie sie zusammensetzt, wie sie gemessen und letztlich interpretiert wird, ist wichtig.

Der Europäischen Zentralbank (EZB) fehle der «unterliegende» Preisdruck. Betrachte man den «Kern» der Inflation, der ohne die schwankenden Preise für Energie und Nahrungsmittel berechnet wird, liege dieser im Jahresdurchschnitt bei lediglich 1.4%. Die offiziellen Zahlen messen aller-

dings nur die Preisveränderungen im durchschnittlichen «Warenkorb», nicht aber jene der Vermögenswerte.

Würde man in Europa beispielsweise die Kosten für das selbstgenutzte Wohneigentum, das in den letzten Jahren immer teurer geworden ist, in den Inflationsindex einbeziehen, läge dieser rund 0.5% p.a. höher. Das sagt der Direktor des Center for European Policy Studies (CEPS) in Brüssel. Man kann es drehen und wenden wie man will: Die Kaufkraft der Einkommen ist in den letzten Jahren geschwunden.

Von der Inflation sind zahlreiche Märkte abhängig. Die Märkte vermitteln klare Signale und setzen starke Anreize für eine solide Wirtschafts-, Fiskal- und Lohnpolitik.

Es ist kein Zufall, dass Argentinien für langfristige Kredite 20-mal mehr als Deutschland bezahlen muss.

Das Problem liegt darin, dass sich die Finanzmärkte auch irren können. Erkennen sie ihren Irrtum, wird heftig und masslos reagiert. An den Börsen werden keine Fakten gehandelt, sondern Meinungen über Fakten. John Maynard Keynes verglich die Märkte mit einem Schönheitswettbewerb, bei dem die Teilnehmer das schönste Gesicht wählen sollen. Gewonnen hat, wer sich für das Gesicht entschieden hat, das der Durchschnitt der Teilnehmer am schönsten findet.

## Zugerberg Aktuell

### Die Hoffnung auf hohe Zinsen

Noch vor kurzem prägten Themen wie Minusinflation und Deflation die Furcht der Zentralbanken. Dabei ist es ein schöner Effekt für den Konsumenten, wenn sich eine bestehende Ware oder Dienstleistung in einem halben Jahr spürbar vergünstigt respektive qualitativ verbessert. Darin liegt der Kern des Wirtschaftens: sich durch Produktivitätssteigerungen wirtschaftliche Vorteile zu erarbeiten und die Wettbewerbsfähigkeit zu steigern. Wer still steht, treibt zurück.

Andererseits erhoffen sich die Konsumenten möglichst hohe Zinsen. Davor kann ich nur warnen. Das Sparen – inflationsbereinigt – wirft seit mehr als hundert

Jahren kaum eine Realrendite ab. Statistisch betrachtet sind es vielleicht 0.5% p.a., notabene vor der Besteuerung des Zinsertrags. Wenn die Realverzinsung deutlich höher liegt, ist die Wirtschaft in einem Krisenmodus. Sparzinsen, die mehr als 1% über der Inflationsrate liegen, bedeuten auch, dass Unternehmenskredite wohl etwa 3% über der Inflationserwartung kosten. Beides dient als Warnsignal. Hohe Spar- und Kreditzinsen sind vielmehr Ausdruck einer wirtschaftlichen Krise.

Der Leitzins der türkischen Zentralbank von aktuell 17.75% ist ein exemplarischer Ausdruck einer verfehlten Wirtschafts- und Fiskalpolitik. Ungünstige Entscheide haben die Inflation in die Höhe schnellen lassen. Die türkische Lira hat innert fünf Jahren 57% gegenüber dem Schweizer Franken verloren.

Dabei sehe ich mich ins Jahr 1980 zurückversetzt, das ich als 16-jähriger in Vancouver verbracht habe. Damals lagen die Leitzinsen der amerikanischen Zentralbank Federal Reserve (Fed) mit 20% sogar noch höher. Mein erstes Spargeld legte ich damals bei einer nordamerikanischen Bank an, was mir während fünf Jahren 22.5% Zins hätte bringen sollen.

Ich liess mich von verheissungsvollen hohen Zinsen anlocken. Allerdings zog die Konjunktur rasch an, und bald begnügten sich die Sparer wieder mit deutlich tieferen Zinsen. Der Zinsaufschlag für Kredite fiel noch stärker aus. Doch die früheren, hohen Zinsverpflichtungen brachen der Bank schliesslich das Genick.

Herzlich grüsst,  
Prof. Dr. Maurice Pedergnana

## Die wichtigsten Termine in der neuen Woche

- 25. Juni 2018: Deutschland: ifo Geschäftsklima und Erwartungen Juni
- 26. Juni 2018: USA: Richmond Fed Index Juni
- 28. Juni 2018: Eurozone: Industrie- und Konsumentenvertrauen Juni
- 29. Juni 2018: Eurozone: Inflation und Kerninflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) Juni