



## Naht das Ende der lockeren Geldpolitik?



Die Zinsen liegen immer noch sehr tief. 10-jährige Anleihen der Eidgenossenschaft rentieren  $-0.1\%$ . Die Renditen von kürzerfristigeren Anleihen liegen deutlich stärker in der Minuszone. Der Zinsaufwand beanspruchte beim Bund im Jahr 2008 knapp  $7\%$  der Gesamtausgaben. Inzwischen liegt er bei unter  $2\%$ . Laufend werden höher verzinsliche Anleihen fällig, wodurch sich der Schuldendienst weiter reduzieren wird.

Ein ähnlicher Effekt ist bei den Schweizer Immobilienbesitzern festzustellen. Deren durchschnittliche Verzinsung der Hypothekarkredite ist stetig gefallen. Allmählich scheint der Boden erreicht zu sein. Umgekehrt wird das Banksparen auf die harte Probe gestellt. Denn bei einer Inflation von inzwischen  $1.2\%$  in der Schweiz und  $2.1\%$  in der Eurozone liegt die Realverzinsung der Ersparnisse deutlich im Minus. Wie lange will man dem schleichenden Kaufkraftverlust zuschauen?

Allmählich mehren sich die Zeichen, dass sich Europa auf dem Weg zu einer normalisierten Geldpolitik befindet. Es scheint, als hätte sich der Weg zum Preisstabilitätsziel nachhaltig gefestigt. Zu einem starken realen Wirtschaftswachstum von  $2\%$  passen graduelle Schritte zur Beendigung der lockeren Geldpolitik. Darüber wird in der kommenden Woche in Jackson Hole diskutiert. Da findet die wichtigste jährliche Konferenz für Geldpolitiker und Ökonomen, die sich mit Geldpolitik befassen, statt.

In der vergangenen Woche hielt die Unsicherheit um den makroökonomischen Kurs der türkischen Regierung an. Zur Wochenmitte geriet der SMI unter Druck, letztlich beendete er die Woche mit  $9004$  Punkten  $0.3\%$  tiefer als die Vorwoche.

Unter dem handelspolitischen Druck der USA sind insbesondere die chinesischen Märkte und die chinesische Währung unter Druck geraten. Der Yuan wertete auf den tiefsten Kurs zum Dollar seit ein- und einhalb Jahren ab. China ist von einem ganz anderen Kaliber als die Türkei, und wir verfolgen genau, ob sich da etwas zusammenbraut oder ob sich vielmehr ein vorteilhafter Ausblick ergibt.

Obschon Chinas realer Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts (BIP) rund  $25\%$  des weltweiten Wirtschaftswachstums entspricht, schlägt sich das kaum in den Aktienkursen nieder. Der chinesische Aktien-Leitindex CSI 300 hat seit Mitte Januar rund  $25\%$  verloren, und jüngst sind auch von China stark nachgefragte Rohstoffe wie Kupfer unter Preisdruck geraten.

Nervosität gab es auch bei bestimmten Anleihen. Der Risikoaufschlag für italienische Staatsanleihen in Italien ist erstmals seit mehr als fünf Jahren gegen knapp  $3\%$  gestiegen und hat sich damit in vier Monaten praktisch verdoppelt.

## Wertentwicklung

Aktienmärkte	seit 31.12.17	
SMI	9003.9	$-4.0\%$
SPI	10721.6	$-0.3\%$
DAX (€)	12210.6	$-5.5\%$
Euro Stoxx 50 (€)	3372.9	$-3.7\%$
S&P 500 (\$)	2850.1	$+6.6\%$
Dow Jones (\$)	25669.3	$+3.8\%$
MSCI EM (\$)	1022.9	$-11.7\%$
MSCI World (\$)	2138.1	$+1.6\%$

Obligationenmärkte	seit 31.12.17	
SBI Dom Gov TR	222.2	$-0.7\%$
SBI Dom Non-Gov TR	138.6	$-0.4\%$

Immobilienmärkte	seit 31.12.17	
SXI RE Funds	374.8	$-1.9\%$
SXI RE Shares	2476.6	$+1.5\%$

Rohstoffe	seit 31.12.17	
Öl (WTI; \$/Bbl.)	65.9	$+9.1\%$
Gold (\$/oz.)	1184.3	$-9.1\%$

Wechselkurse	seit 31.12.17	
EUR/CHF	1.1387	$-2.7\%$
USD/CHF	0.9958	$+2.2\%$
EUR/USD	1.1438	$-4.7\%$

Kurzfristige Zinsen	seit 31.12.17				
	3M	Prog. 3M	Prog. 12M		
CHF	$-0.75$	$-0.8$	$-0.7$	$-0.3$	$\pm 0.0$
EUR	$-0.36$	$-0.4$	$-0.3$	$+0.1$	$+0.3$
USD	$+2.31$	$+2.5$	$+2.7$	$+2.8$	$+3.0$

Langfristige Zinsen	seit 31.12.17				
	10J	Prog. 3M	Prog. 12M		
CHF	$-0.13$	$-0.1$	$+0.3$	$+0.6$	$+1.0$
EUR	$+0.29$	$+0.8$	$+1.0$	$+1.1$	$+1.4$
USD	$+2.86$	$+2.7$	$+3.0$	$+3.2$	$+3.5$

Teuerung	2018P		
	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)	2018P		
	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: Unglück trifft Infrastrukturaktie



Der Brückeneinsturz in Genua hat den Atlantia Infrastrukturkonzern heftig getroffen. Die Aktie ist vergangene Woche um 22% zurückgeglitten, deutlich mehr als der Rückversicherer Swiss Re, der für einen erheblichen Teil des Schadens aufkommen muss. Atlantia ist ein Aushängeschild der europäischen Infrastrukturanlagen. Durch die Übernahme vom spanischen Wettbewerber Abertis hat der weltweit grösste Betreiber von gebührenpflichtigen Autobahnen seine Marktstellung ausgebaut.

Das Unglück in Genua könnte zum Beschleuniger werden, bestehende Infrastruktur rascher und weitgehender zu erneuern. Denn eine intakte, effiziente Infrastruktur ist und bleibt die Grundlage für wirtschaftliches Wohlergehen. Schon 2016 wurde die grosszügige Umfahrung von Genua mit Kosten von 4.3 Milliarden Euro in die Finanzplanung von Atlantia aufgenommen und den Investoren präsentiert. Die Pläne existierten seit längerem und wurden aufgrund von politischen Widerständen in der Ausführung ständig verzögert. Die heutige Regierungspartei Fünf Sterne wehrte sich vehement gegen das neue Projekt. Deren Gründer Beppe Grillo, selbst aus einem

Villenvorort von Genua, fand die Idee abwegig, dass die inzwischen eingestürzte Brücke gefährlich sei und ersetzt werden müsse.

In Italien erweisen sich die privaten Konzessionäre als effizient. In der digitalen Gebührenerfassung und -verrechnung ist Atlantia weltweit führend. Die von Atlantia erstellte Strecke von Florenz nach Bologna zählt zu den modernsten und sichersten Strassenstrecken Europas. Dagegen hat der staatliche Autobahnbetreiber Anas mehr als 54 Jahre benötigt, um die knapp 500 Kilometer lange Strecke von Salerno nach Kalabrien zu erstellen. Bei über 1000 beauftragten Baufirmen und -konsortien verlor Anas den Überblick. Die chronischen Kostenüberschreitungen waren das eine; Qualitätsmängel das andere. Zudem flossen Milliarden Euro letztlich an die organisierte Kriminalität. In fast jeder Hinsicht (Planung, Auftragsvergabe, Personaleinsatz, Ausschaltung von Kontrollen) war es der Ndrangheta gelungen, das Dauerprojekt zu infiltrieren. Auch wurden Unternehmen bedroht und Schutzgelder verlangt; deshalb wird die Strasse sarkastisch auch als «das längste Corpus Delicti Italiens» genannt.

## Die wichtigsten Termine in der neuen Woche

- 21. August 2018: USA / China: Vorbereitungen Handelsgespräche auf Regierungsebene
- 22. August 2018: Eurozone: PMI Verarbeitendes Gewerbe und Dienstleistungen August
- 23. August 2018: USA: Beginn der jährlichen Jackson Hole Konferenz
- 24. August 2018: Deutschland: Bruttoinlandsprodukt 2. Quartal 2018

## Zugerberg Kommentar

Die Atlantia-Aktie hat in der vergangenen Woche deutliche Kursverluste erlitten. Dabei hat der Markt möglicherweise vorschnell reagiert. Einerseits ist der grösste Teil des Schadens versichert. Zum anderen ist der Entzug der fünf Konzessionen mit enormen Zahlungen des Staates verbunden, und eine Verstaatlichung müsste von der Europäischen Kommission genehmigt werden. Das ist derzeit ausgeschlossen, denn der italienische Staat erweist sich in seinem Handeln als äusserst ineffizient. Aus Staatsversagen ist es im Autobahnbetrieb zur streckenweisen Privatisierung gekommen. Am Sachverhalt der staatlichen Ineffizienz hat sich nichts geändert. Italien steht zudem immer noch unter erheblichem EU-Druck, die 2017 erneut verstaatlichte Alitalia, die unter politischer Einflussnahme praktisch in den Ruin geführt wurde, zu privatisieren.

Atlantia ist ein hervorragend geführtes Unternehmen mit langfristigen Investitionsplänen. Die Umfahrung Genua zählte dazu, weil sie den Güter- und Personenverkehr aus und nach Südfrankreich und Spanien massiv erleichtern würde. Das fertige Projekt wurde aber von politischer Seite verhindert. Wo Atlantia Pläne umsetzen kann, stellte sich der Erfolg rasch ein. Beim Flughafen Rom (Fiumicino Airport), der 2013 von Atlantia akquiriert wurde, ist innerhalb von fünf Jahren die beste Gesamtzufriedenheitsnote für europäische Flughafen Hubs erzielt worden. Aber Atlantia ruht nicht aus und veröffentlichte kürzlich, wie in den kommenden zehn Jahren die Investitionsetappen beim Flughafen aussehen werden. Rom hat noch viel Entwicklungspotenzial.

In globalen Infrastruktur-Fonds und ETFs ist Atlantia typischerweise mit 4% gewichtet. In unseren einzelstitelbasierten Portfolios mit 1 bis 2%. Wir haben dies mit einer langfristigen Absicht getan und bleiben bei unserer Allokation.

Herzlich grüsst, Maurice Pedergnana