

«Das Fed wird gegen Ende Jahr die Zinsen erhöhen»

MITTWOCHSINTERVIEW Sonal Desai, Anlagechefin der Franklin Templeton Fixed Income Group, sagt, wo die Risiken für Anleger liegen und weshalb der Handelskrieg vor allem viel Lärm ist.

Frau Desai, jüngst sind die Erwartungen für das globale Wirtschaftswachstum erneut nach unten revidiert worden. Was heisst das für die Finanzmärkte?
Seit der Finanzkrise ist das globale Wirtschaftswachstum weitgehend stabil geblieben, aber die Prognosen haben sich deutlich bewegt. Diesmal hat der Internationale Währungsfonds IWF seine Prognosen heruntergestuft, zuvor war er recht optimistisch.

Sind die Sorgen in Bezug auf das Wachstum also übertrieben?
Zumindest beunruhigt es mich nicht. Das Wachstum von China hat sich auf 6 bis 6,5% pro Jahr verlangsamt, was zu begrüssen ist. Wäre das Tempo Chinas unverändert, würde sich ein wirtschaftlicher Zwischenfall deutlich stärker auf die globale Wirtschaft auswirken.

Und die USA?
Anfang Jahr waren die Märkte, was das Wachstum der Vereinigten Staaten betrifft, zu pessimistisch. Sie erwarteten keine Zinserhöhungen. Inzwischen hat sich das Bild gedreht. Das Wachstum von 3,2% im ersten Quartal ist das beste Dreimonatsresultat seit der Finanzkrise. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Wachstumsprognosen nach oben revidiert werden, ist hoch.

Dennoch gehen die viele Beobachter davon aus, dass das Fed die Zinsen 2019 unberührt lässt.
Diese Meinung teile ich nicht. Ich gehe noch immer davon aus, dass es gegen Ende Jahr eine Zinserhöhung gibt. Und die Märkte unterschätzen derzeit das Risiko eines Zinsschritts. So, wie die Wirtschaft brummt, wird die nächste Zinsbewegung sicherlich nicht nach unten gehen. Und für das Fed wird es schwieriger, zu rechtfertigen, weshalb es eine lockere Geldpolitik beibehält.

Nur Europa passt nicht ganz in dieses Bild einer stabilen Weltwirtschaft.
Europas Wirtschaft verlangsamt sich, kein Zweifel. Allerdings muss man sich vor Augen halten, dass der Kontinent trotz allem über seinem Potenzial wächst. Zuletzt hat Europas Wirtschaft mit 2,5% expandiert. Das ist, als würde die US-Wirtschaft pro Jahr 4,5% zulegen. Das kann kein nachhaltiger Zustand sein.

Wo sehen Sie in Europa die Problemfälle?
Frankreich und Italien. Frankreich wird sich mehr rückwärts als vorwärts entwickeln. Ich glaube nicht, dass Präsident Emmanuel Macron, in den ich nach seiner Wahl grosse Hoffnungen gesetzt hatte, den Widerstand zurückzuschlagen kann. Italien hat die vergangenen Jahre komplett verschwendet. Die notwendigen strukturellen Reformen sind nicht vollzogen worden. Das Potenzialwachstum des Landes liegt derzeit bei 0%.

Welche Rolle spielt die unendliche Geschichte um den Brexit?
Interessanterweise ist das eine Story, die nur die Politik beschäftigt. In der breiten Öffentlichkeit kümmert der Brexit in Europa kaum jemanden. Das zeigte sich 2018 sowohl bei den italienischen Wahlen wie auch in Deutschland, als die Debatte über die Kanzlernachfolge startete.



«Bei Obligationen ist es wichtiger denn je, Gesellschaften genau zu analysieren.»

Greift dies nicht etwas gar kurz? Der europäisch-britische Handel ist eng vernetzt. Als das nordamerikanische Freihandelsabkommen neu ausgehandelt wurde, gab es ebenfalls Sorgen, dass bei einem Scheitern der Handel zwischen den USA und Mexiko zusammenbricht. Das wäre aber nicht der Fall gewesen, denn dafür gibt es die Regeln der Welthandelsorganisation WTO, die auch zwischen Grossbritannien und der EU in Kraft treten würden. Ein grosser Teil des Welthandels funktioniert nach diesen Regeln, selbst die USA haben nur mit wenigen Ländern Freihandelsabkommen ausgehandelt.

Derzeit sehen wir sehr positiv gestimmte Aktienmärkte und eher vorsichtige Fixed-Income-Märkte. Wer liegt richtig?

«Mir gibt der Druck auf die langfristigen Zinsen zu denken. Das sind Wetten auf das Fed, und dies ist äusserst riskant.»

Ich glaube nicht, dass die Bondmärkte versäuft sind. Vielmehr haben sie ein Moral-Hazard-Problem. Sie setzen darauf, dass das Fed die Zinsen nicht erhöhen wird. Dabei hat die Notenbank bloss die von Zinserhöhungen ausgehenden Kurschwankungen vom ersten Quartal in eine noch nicht bestimmte Zukunft verlagert.

Hat das Fed richtig entschieden?
Nach dem Kurssturz im vierten Quartal 2018 reagierte das Fed, worauf die Märkte zu einer massiven Erholungsrally angesetzt haben. Das Ausmass hat wohl selbst die Notenbank überrascht. Es würde mich nicht erstaunen, wenn hinter den Kulissen diese Entwicklung Sorgen bereitet. Um das Vorgehen des Fed zu rechtfertigen, hätten wir eine signifikante Schrumpfung im Erstquartalswachstum sehen müssen, wir sprechen nun aber von 3,2%.

Davor war die Angst vor einer Rezession in den USA immer grösser geworden. Ich sehe schlicht keinen Auslöser für eine Rezession. Zyklen sterben nicht einfach, weil sie in die Jahre kommen oder weil sie so und so lange gedauert haben. Ein Ende muss immer von einem Anlass ausgelöst werden, etwa einer zu starken geldpolitischen Straffung der Zentralbanken, Überinvestitionen der Realwirtschaft, einem Energiepreisschock oder dem Platzen einer Finanzmarktblase. Diese Gefahren sehe ich derzeit nicht, aber über kurz oder lang könnten Blasen entstehen.

Weshalb sind die Sorgen im Markt so gross? Ich kann es nicht nachvollziehen. Mir gibt aber der Druck auf die Zinsen am langen Ende zu denken. Solche Wetten zielen normalerweise auf die wirtschaftliche Entwicklung ab, jetzt sind es Wetten auf das Fed. Dies ist äusserst riskant, vor allem wenn Investoren sich in Sicherheit wähnen, selbst wenn sie eine überbewertete Anlage kaufen. Dazu gehören meiner Ansicht nach die US-Treasuries.

Angesichts der weltweit tiefen Zinsen: Welche Massnahmen bleiben den Notenbanken im nächsten Abschwung? Sie müssten unmittelbar übergehen zu unorthodoxen Massnahmen, auch wenn diese nie für den ersten Schritt erdacht wurden. Denn falls sie ihre Wirkung verlieren, bleibt den Zentralbanken kaum noch ein Mittel, um die Wirtschaft anzukurbeln.

Wo sehen Sie die grössten Marktrisiken in den kommenden Monaten? Die US-Wahlsaison wirft ihre Schatten meist weit voraus. Bereits im Sommer beginnen die Debatten über die Kandidaten der Demokraten, im Winter wird man sich dann auf US-Präsident Donald Trump und seinen Herausforderer konzentrieren. Es ist davon auszugehen, dass nach jeder Debatte die Kurse nach oben oder nach unten gehen werden.

Wird es für Anleger künftig noch schwieriger, Lärm von Fakten zu unterscheiden? Das Umfeld wird anspruchsvoller. Für mich war es selbst im Winterquartal 2018 – als niemand wirklich eine Erklärung für die Panikreaktion an den Märkten fand – einfacher, den Lärm auszusondern und auf Fundamentaldaten zu fokussieren. Wir müssen uns auf eine höhere Schwankungsanfälligkeit vorbereiten und verstehen, weshalb wir sie haben.

Von viel Lärm ist auch der Handelskrieg zwischen den USA und China begleitet. Ihre Einschätzung? Es ist hauptsächlich Lärm, viel Lärm um wenig. Für mich war von Anfang klar, dass wir höchstens ein gespanntes Verhältnis zwischen den beiden Ländern sehen werden, aber sicherlich keinen Handelskrieg. Allerdings werden diese Spannungen wohl noch lange Zeit anhalten, unabhängig davon, ob nächstes Jahr Trump oder sein Herausforderer gewählt wird.

Wo sehen Sie im Obligationenbereich Kaufmöglichkeiten? Es gibt immer noch gute Unternehmensobligationen, im Investment-Grade wie auch im High-Yield-Bereich. Es ist heute aber wichtiger denn je, die Gesellschaften genau zu analysieren, um einen Totalausfall der Obligation zu vermeiden. Die Bewertungen sind nicht mehr niedrig. Auch bei Schwellenländerobligationen sehen wir punktuell noch gute Möglichkeiten. Aber auch hier muss man den Einzelfall genau analysieren.

Wovon sollen Anleger die Hände lassen? Viele Staatsobligationen wie US-Treasuries oder deutsche Bundesanleihen sind überbewertet, besonders die länger laufenden. Das ist vor allem für Pensionskassen ein Problem, die aus Risikoüberlegungen auch in solche als sicher geltenden Anlagen investieren müssen.

Markttechnik

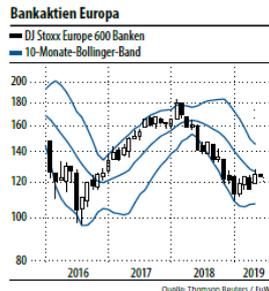
Leichter Vorteil für Credit Suisse

Europäische Bankaktien gehören, wenn der DJ Stoxx Europe 600 Banks als ihr Repräsentant genommen wird, zu den grössten Verlierern der Branche. Der MSCI Welt Banken fiel im Vergleich seit der Spitze im Juni 2007 in Euro 32%, der DJ US Banks in Dollar 20%. Beim DJ Stoxx Europe Banks sind es 72%. Inklusive Dividenden bleibt immer noch ein Minus von 59%. Der DJ-Stoxx-Europe-600-Kursindex notiert derzeit nur noch knapp 6% unter dem Stand von Juni 2007, während der Performanceindex dank der investierten Dividenden 40% höher steht.

Angesichts dieser Zahlen ist es nicht erstaunlich, dass das Lager derjenigen wächst, die Bankaktien als niedrig bewertet ansehen und eine Erholung erwarten. Dass es auch Gründe gibt, dieser Erwartung zu misstrauen, ist angesichts der wirtschaftlichen und politischen Umstände in Europa leicht zu verstehen. Doch die meisten antizyklisch attraktiven Situationen entstanden in einem Umfeld, das positive Szenarien als Luftschlöser erscheinen liess. Welche Argumentation obliegen wird, verrät der Markt v. a. über die Veränderungsrate der relativen Preise.

Preis und Wert

Niedrig bewertete Aktien werden nicht dann ihrem angenommenen intrinsischen Wert angepasst, wenn positive Meldungen bekannt werden, sondern dann, wenn erstens eine lange relative Schwäche endet und sich relative Stärke aufbaut und wenn, zweitens, die Kurse auf Nachrichten zunächst negativ reagieren, um noch in derselben



Woche den ganzen Verlust aufzuholen oder sogar positiv zu schliessen. Die Bedeutung der Kurse für die fundamentale Einschätzung ist nicht zu unterschätzen. Viele Untersuchungen zeigen, dass Kursverläufe einen starken Einfluss auf die Erwartungen der fundamentalen Analysten ausüben. Wie George Soros in der Begründung seiner Reflexivitätstheorie gezeigt hat, nicht völlig zu Unrecht, denn Kursverläufe können auch wirtschaftliche Entwicklungen beeinflussen.

Neuer Erholungsversuch

Aktienkurse laufen der wirtschaftlichen Entwicklung voraus, wollen aber von Zeit zu Zeit eine Bestätigung der Erwartungen sehen. Bankaktien durchliefen nach Ende des Bärenmarktes 2009 drei Mal eine Periode starker Kursgewinne, begleitet von hoher relativer Stärke zum Stoxx 600, nämlich von März 2009 bis August 2009, von Juli 2012 bis Mai 2014 und von Juni 2016 bis Januar 2018. Jedes Mal wurden die Kurssteigerungen von den ökonomischen Daten nicht erfüllt, was starke Kursverluste auslöste.

Seit April ist der DJ-Stoxx-600-Bankenindex erneut positiv zum Stoxx 600 sowie zum Euro Stoxx 50 und zum MSCI-Bankenindex und entwickelt sich parallel zum DJ Stoxx US Banks. Die Aktien der beiden Schweizer Schwergewichte Credit Suisse und UBS weisen eine ähnliche Entwicklung wie der Stoxx-Bankenindex auf, mit leichtem Vorteil für Credit Suisse.

Reaktionen auf Nachrichten, Kursentwicklung im Rahmen des 10-Monate-Bollinger-Bandes und Entwicklung der relativen Stärke sprechen für eine Bodenbildung, die dazu einlädt, den Sektor an schwachen Tagen zu akkumulieren. Allerdings gilt es im Auge zu behalten, dass die wiederholten Entscheidungen ihre Spuren in den Köpfen vieler Marktteilnehmer hinterlassen haben. Man wird daher dem ganzen Sektor kritischer gegenüberstehen, als wenn Erholungen nicht drei Mal in fünf Jahren aufgrund enttäuschender fundamentaler Entwicklungen abgebrochen worden wären.

ALFONS CORTES www.alfonscortes.com

Die Meinung des Autors muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.

Meinungen zur Börsenlage

Weiteres Potenzial

An den Börsen kam es zuletzt zu Gewinnmitnahmen. Grund war die Drohung von Donald Trump, die Zölle auf chinesische Waren deutlich anzuhäufeln. Vermutlich waren es verhandlungstaktische Gründe, die Trump zu diesem Schritt bewegten. Wir rechnen weiterhin mit einer Einigung im Handelsstreit, niemand hat ein Interesse an einer Eskalation. Abgesehen von den politischen Sorgen bleibt das Umfeld für Aktien freundlich. Die Berichtssaison verläuft bisher erfreulich, und das konjunkturelle Umfeld hat sich zuletzt stabilisiert. Wir bleiben positiv gestimmt für Aktien und sehen noch weiteres Potenzial. **BANK JULIUS BÄR**

Selektiv vorgehen

Wir sprachen uns im März für Gewinnmitnahmen aus, sobald Wallstreet neue Höchststände erreicht. Jetzt kann man die Aktienquote ruhig untergewichten, zumal die politischen Risiken nicht zu unterschätzen sind. In diesem Umfeld kaufen wir Siegfried. Der Pharmazulieferer überzeugt mit solidem Wachstum und starker Bilanz. Luxusgüterhersteller Moncler gefällt mit attraktiver Bewertung in der Branche und mit hohem Wachstum. Attraktiv auch American Express, Nutzniesser im B2B-Zahlungsverkehr und günstiger als Mastercard und Visa. **VT WEALTH MANAGEMENT**

US-Hausbauer

Letztes Jahr litt der US-Häusermarkt stark unter der restriktiven Geldpolitik und den damit gestiegenen Zinsen. Dieses Jahr sind die Bedingungen günstiger, die Hypozinsen kamen stark zurück. Zudem dürfte die potenzielle Nachfrage gemäss demografischen Modellen bedeutend höher sein, als der Häuserverkauf zuletzt vermuten liess. Wir gehen davon aus, dass der Verkauf seinen diesjährigen positiven Verlauf aufrechterhält. Die kotierten Hausbauer, die in den letzten Jahren Marktanteile von den nicht kotierten Firmen gewinnen konnten, sind aktuell bei niedrigen Erwartungen sehr günstig. Wir halten dieses Bewertungsniveau für die Branche, die von E-Commerce Gefahren weitgehend geschützt ist, für interessant. **CLIENTPARTNER**

