

«Eine Rezession in Europa ist sehr wahrscheinlich»

MITTWOCHSINTERVIEW Monica Defend, Leiterin des Amundi Institute, erwartet in Europa eine hartnäckig hohe Inflationsrate. Für einen Ausbau des Aktienengagements sei es noch zu früh.

Monica Defend verfolgt die Finanzmärkte seit einem Vierteljahrhundert. Sie begann ihre Karriere bei Pioneer Investments als quantitative Analystin und war dort bis zur Übernahme durch Amundi Global Head of Asset Allocation Research. Beim französischen Vermögensverwalter leitet sie seit Februar das Amundi Institute, das das Research, die Marktstrategie und die Asset Allocation von Amundi abdeckt. «Finanz und Wirtschaft» hat mir ihr über die aktuellen Turbulenzen gesprochen.



«Eine Entspannung der Lieferkettenengpässe wird unwahrscheinlicher.»

Frau Defend, wie verändert Russlands Einmarsch in die Ukraine die Weltwirtschaft?
Der Krieg in der Ukraine beschleunigt, was sich bereits abgezeichnet hat: Das Wachstum sinkt in Richtung Potenzialwachstum, und die Inflation steigt.

Wie gross ist das Risiko einer Rezession in Europa in diesem Jahr?
Es ist sehr wahrscheinlich, dass sie eintritt, es sei in Form einer Gewinnrezession oder einer wirtschaftlichen Rezession.

Liegt das an russischem Öl und Gas?
Für den globalen Energiemarkt ist Russland nicht so wichtig. Aus diesem Grund können sowohl die USA als auch Grossbritannien es sich leisten, Ölimporte aus Russland zu verbieten. In Europa ist das anders. Für Länder wie Italien oder Deutschland ist die Energieanfälligkeit viel grösser. Gleichzeitig halte ich die Behauptung für glaubwürdig, bis 2027 energetisch von Russland unabhängig zu werden. Die Situation ist noch überschaubar, aber ab dem nächsten Winter könnte es für die Länder in Europa ziemlich teuer werden, wenn der Konflikt und die Sanktionen anhalten.

Wird Russland das Gas abdrehen?
Das sehe ich derzeit als geringes Risiko. Selbst während des Kalten Krieges wurden die Gaslieferungen aus Russland nicht unterbrochen. Für die russische Wirtschaft ist es essenziell, mit dem Verkauf von Energie Devisen zu bekommen.

Wie ist Ihre Inflationsprognose für Europa?
Wir erwarten für Ende 2022 eine Inflationsrate von 6% in Europa. Dies ist Teil eines Regimewechsels, bei dem die Inflation steigt und höher bleibt. Sie wird sich im nächsten Jahr etwas abschwächen, aber immer noch höher sein als zuletzt.

Was hält die Inflation hoch?
Kurzfristig wirken sich die Energiepreise und die höheren Kosten auf der Angebotsseite aufgrund der Pandemie und des Krieges in der Ukraine aus. Hinzu kommt die Energiewende. In Europa wird sie eine grössere Rolle spielen als in den USA, weil diese Revolution bei uns schon weiter fortgeschritten ist und wir dringender die Energieunabhängigkeit erreichen müssen. Wir werden viel Nachfrage nach Rohstoffen für den grünen Übergang sehen, die die Inflationsrate hoch halten wird.

Die EZB will die Inflation stärker bekämpfen und bremst darum die quantitative Lockerung schneller.
Angesichts der Umstände waren wir überrascht über die Beschleunigung der Normalisierung. Wir denken, sie sollte sanfter verlaufen und sich nicht im Laufe der Zeit beschleunigen.

Wann erwarten Sie eine Zinserhöhung?
Wenn sie denn kommt, dann wohl gegen Ende des Jahres. Die Situation, mit der die EZB konfrontiert ist, ist aber viel schwieriger als die des Federal Reserve.

Warum ist es für das Fed einfacher?
Die US-Wirtschaft ist widerstandsfähiger, es gibt ein höheres Lohnwachstum, der Arbeitsmarkt ist gesund, und die US-Verbraucher sind in guter Verfassung. Auch die geografische Entfernung vom Konflikt ist ein Plus. All das macht einen grossen Unterschied, vor allem im Hinblick darauf, was die Zentralbank machen kann. Es



ist der Spielraum für das lange Ende der Kurve nach oben begrenzt. Ich sehe den fairen Wert der zehnjährigen Rendite zwischen 2,1 und 2,3%.

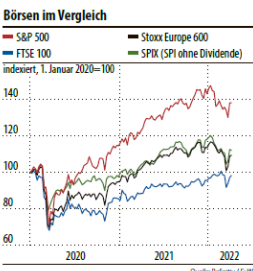
Machen Sie sich auch Sorgen um die US-Wirtschaft?
Nicht wie in Europa. Wenn die USA das Wachstum von etwa 3 bis 3,5% beibehalten können, was unsere Erwartung ist, sollten sie eine Rezession vermeiden.

Eine Sorge in den Vereinigten Staaten ist ebenfalls die hohe Inflationsrate. Schafft das Fed eine weiche Landung?
Ja, aber es muss vorsichtig vorgehen. Wir rechnen zwar mit nur vier Leitzinserhöhungen statt mit den sieben, die im Markt eingepreist sind, da wir für Sommer einen Rückgang der Inflationsrate erwarten. Das ist aber nicht das Problem.

«Das Problem ist: Die Reduktion der Bilanz der amerikanischen Notenbank ist am Aktienmarkt noch nicht eingepreist.»

Was ist das Problem?
Die Reduktion der Notenbankbilanz ist am Aktienmarkt noch nicht eingepreist. Als das Fed in der Vergangenheit die Bilanz schrumpfte, gaben die Märkte nach. Eine Verkürzung der Bilanz von 10% führte zu einem Rückgang des S&P 500 um 10%. Als das Fed die Reduktion in Aussicht gestellt hat, haben die Märkte aber nicht reagiert.

Die Zinskurve hat sich jüngst deutlich verflacht. Wie aussagekräftig ist sie?
Wir sehen die Absicht der US-Notenbank, das lange Ende der Kurve – die langfristigen Zinsen – zu kontrollieren, während sie die kürzeren Zinsen sich selbst überlässt. Ein Grund dafür sind die hohe Verschuldung und die Zinskosten, entsprechend



ist der Spielraum für das lange Ende der Kurve nach oben begrenzt. Ich sehe den fairen Wert der zehnjährigen Rendite zwischen 2,1 und 2,3%.

Zu den Folgen des Krieges kommen nun auch wieder steigende Covid-Ansteckungen. Wie wirken sich die Lockdowns in China auf die Lieferketten aus?
Engpässe in der Lieferkette werden die Preise in die Höhe treiben und das Wachstum verringern. Zuvor erwarteten wir eine Entspannung bei den Lieferkettenengpässen in der zweiten Hälfte des Jahres. Das wird nun unwahrscheinlicher.

Was bedeutet das alles für die Märkte?
Die Unternehmensgewinne sind der Markttreiber, und wir sehen, dass schon vor dem Einmarsch der Russen die Einkaufspreise nicht vollständig an die Konsumenten weitergegeben wurden. Das ist ein Risiko, denn verfügbare Unternehmen nicht über Preissteigerungen, kommt es zu einer Margenkompression.

Was sollten Aktienanleger jetzt tun?
Insgesamt sind wir neutral und warten auf einen besseren Moment, um das Gewicht der Aktien im Portfolio zu erhöhen. Wir bevorzugen Value und Qualität. Seit dem Beginn der Korrektur sind wir nicht wieder in den Markt eingestiegen. Wir haben Gold hinzugekauft und setzen auf den Dollar. Ein Engagement in chinesischen Anleihen behalten wir wegen des Carry Trade – der Zinsdifferenz – vorerst bei.

Wie definieren Sie Qualität bei Aktien?
Wir suchen Gesellschaften, die über eine solide Bilanz, eine niedrige Verschuldung und Preisgestaltungsmacht verfügen.

Haben Sie eine regionale Präferenz?
Mittelfristig sind selektiv Schwellenländer gefragt. Zum Beispiel Länder wie Mexiko, die vom Krieg in der Ukraine verschont geblieben sind und von steigenden Rohstoffpreisen profitieren. Ähnliches gilt für Kanada, Norwegen und Australien.

Haben Sie das Exposure in Europa seit dem Krieg in der Ukraine reduziert?
Wir waren positiv gegenüber Europa eingestellt, ziehen nun aber die USA vor. Die USA sind widerstandsfähiger, aber teuer. Wir nutzen die Breite des Marktes, um nach qualitativ hochwertigen Titeln Ausschau zu halten, da die Wachstumsaktien unter dem Druck steigender Zinsen sind.

Sehen Sie auch Chancen in Europa?
Interessant ist Grossbritannien. Es ist gut aufgestellt, um die steigenden Energiepreise und die wirtschaftliche Verlangsamung zu bewältigen. Das Land steht stellvertretend für Energie- und Industrieunternehmen und bietet eine der höchsten Dividendenrenditen weltweit.

Was halten Sie von der Schweiz?
Die Schweiz dürfte relativ gesehen profitieren, wenn sich die Konjunkturabschwächung so weit verschlimmert, dass sie dem Anstieg der Energiepreise entgegenwirkt. Das wäre dann ein Proxy für Gesundheit gegen Energie.

Gibt es bestimmte Sektoren, die Sie derzeit bevorzugen?
Interessant sind Energie, Rohstoffe, Gesundheit sowie Basiskonsumgüter. Vor allem bei den Basiskonsumgütern ist aber eine sorgfältige Titelauswahl erforderlich, da nicht alle Unternehmen über die Preissteigerungsmacht verfügen, um die Kosten weiterzugeben. Wir sehen uns auch Finanzwerte an. Sie haben stabilere Bilanzen als früher und bieten einen attraktiven Bewertungsabschluss.

Wann kommt der richtige Zeitpunkt für den Einstieg in den Markt?
Ein entscheidender Wendepunkt wären konstruktive Gespräche zwischen Russland und der Ukraine.

INTERVIEW: MARTIN LÜSCHER

Markttechnik

Gesundheit für das Portfolio

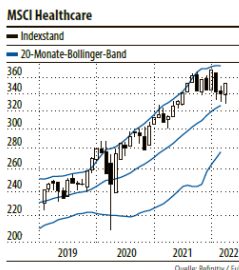
In der Kolumne vor zwei Wochen schrieb ich über den Stoxx Europe 600 Grundstoffe und erwähnte ein passant Healthcare als Sektor mit einem positiven relativen Trend gemessen am MSCI Welt. In der Tat ist der MSCI Healthcare stärker als alle Indizes hochentwickelter Industrieländer, mit Ausnahme des kanadischen TSX Toronto Composite.

Ferner ist Healthcare relativ stark zu den MSCI-Sektoren Communication Services, Consumer Discretionary und Industrials und ganz leicht stärker als der MSCI Information Technology. Neutral ist er zu Consumer Staples, Financials, Materials, Real Estate und Utilities.

Deutliche Konturen

Man sieht also bereits recht deutliche Konturen eines Musters, das auf eine Kombination von volatilitätsarmen Segmenten und solchen setzt, die von zunehmender Inflation, steigender Rüstungsausgaben und höheren Zinsen profitieren oder wenigstens von Letzterem weniger nachteilig betroffen werden. Dabei fällt auf, dass die bescheidene relative Stärke zum MSCI Information Technology durch eine etwas höhere relative Stärke zu Software und relativer Schwäche zu Semiconductors zustande kommt. Ist es nicht so, dass ausser Küchenmesser alle Waffen Halbleiter-Chips beinhalten?

Der Healthcare-Sektor besteht aus sechs Industrien, wovon eine, Healthcare Technology, nur aus drei Aktien zusammengesetzt ist. Für die anderen stehen mehrere ETF zur Auswahl.



Meinungen zur Börsenlage

Steigende Zinsen

Der Krieg in der Ukraine treibt die Inflation über höhere Öl- und Gaspreise an. Dies zeigt sich immer stärker auch bei anderen Gütern sowie bei Dienstleistungen. Den Notenbanken bleibt keine andere Wahl, als die Geldpolitik zu straffen. Wir erwarten deshalb, dass sich der Zinsanstieg fortsetzt. Kurzfristig dürfte die Volatilität allerdings hoch bleiben, ausgeprägte Zinsrückgänge sind jederzeit möglich. Die Auswirkungen der Krise auf das Wirtschaftswachstum sind schwieriger abzuschätzen. Die Konjunktur dürfte sich nach der aktuellen Erholungsphase merklich abkühlen. Eine Stagflation oder eine Rezession stellen mögliche Szenarien dar. An den Kreditmärkten haben die Ereignisse in Osteuropa zu einer merklichen Ausweitung der Kreditprämien für Unternehmensanleihen geführt.

SWISS LIFE ASSET MANAGERS

ASML, Lonza

Vor dem Hintergrund des Krieges in der Ukraine ist der Ausblick an den Märkten vorsichtiger zu beurteilen. Das inflationsbereinigte Wachstum in den Industrienationen wird kleiner sein als noch vor kurzem erwartet. Der Zinsausblick ist etwas weniger günstig. Positive Signale sind aus China zu vernehmen. Vor dem Hintergrund der schwelenden Immobilienkrise hat die chinesische Regierung ein Bekenntnis zur Unterstützung des Immobilien- und Aktienmarktes abgegeben, was für den Gesamtmarkt positiv zu werten ist.

Im Verhältnis der Industrien zum Sektor hat sich in den letzten vier Wochen einiges gewandelt. Zuvor relativ starke Industrien wurden abgelöst von über viele Jahre relativ schwachen Industrien. Pharma gehörte auch dazu. Jetzt ist sie die zweitbeste Industrie. Von der starken Präsenz von Pharma in diesem Index profitiert auch der SMI.

Die beste Industrie ist immer noch Healthcare Providers & Services. Die Marktbreite beträgt hier 60,8%. Auch in Bezug auf Momentum steht sie sehr gut da. Sie zählt zu den zehn besten von 69 Industrien aus allen Sektoren. Pharma schafft es nicht auf diese Eliteelite. Diese grösste, aber eben nur zweitbeste Industrie, weist eine Marktbreite von 54,7% auf. Das ist im Vergleich zum Sektor mit 30,5% sehr gut.

Wann eignen sich ETF?

Und damit sind wir bei ETF (Exchange Traded Funds): Sie eignen sich für den Sektor nicht. Eine Marktbreite von 30,5% bedeutet, dass 69,5% der Konstituenten entweder seitwärts verlaufen oder sich in Abwärtstrends befinden. Der Kauf eines ETF auf den Sektor bedeutet, dass man damit eine ganze Menge totes Kapital mitschleppt. Es wird wegen der kapitalgewichteten Berechnungsmethodik weniger sein als 69,5%, aber trotzdem eine Menge.

Anders Healthcare Providers. Die Marktbreite und die hohe Gewichtung der besten Konstituenten sind gute Voraussetzungen für eine Anlage via ETF. Da es sich um eine hauptsächlich US-bezogene Industrie handelt, ist man mit einem iShares US Healthcare Providers gut bedient.

Im Pharmabereich schneiden Europa und Nordamerika besser als Japan ab. Da gibt es iShares auf den Stoxx 600 Healthcare, der relativ stark zum Euro Stoxx Healthcare ist und neutral zum DJ US Healthcare, allerdings leicht negativ zum iShares S&P 500 Healthcare. Allein durch die Konzentration auf Europa und Nordamerika gewinnt man einen Vorteil, wenn man den Raum Asien-Pazifik im Sektor weglässt.

ALFONS CORTÉS www.alfonscortes.com

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

Defensive Pharma

Der Gesundheitssektor, besonders die grossen Pharmaunternehmen, zeichnen sich durch eine geringe Konjunktursensitivität und defensive Eigenschaften aus. Denn Medikamente und Gesundheitsprodukte werden unabhängig von der Wirtschaftslage nachgefragt. In Zeiten erhöhter Unsicherheit sind diese Charakteristika wünschenswert. Kurzfristig sollte der Gesundheitssektor durch Nachholwirkungen aufgrund der aufgeschobenen Diagnosen und Behandlungen infolge der Coronapandemie profitieren. Mittel- bis langfristig wird der Sektor von der hohen Innovationskraft und den strukturellen, demografischen Trends (alternde Bevölkerung, höhere Lebenserwartung, Wohlstand Schwellenländer) gestützt. Auf unserer Favoritenliste steht etwa Novo Nordisk, Marktführer bei der Behandlung von Diabetes und Fettleibigkeit. Im Krebsbereich bevorzugen wir den immunonkologiekonzern Merck.

LÜZERNER KANTONALBANK