«Notenbanken waren die längste Zeit unabhängig»

MITTWOCHSINTERVIEW **Joachim Fels,** Global Economic Advisor bei Pimco, erwartet so schnell kein Ende der negativen Realrenditen und empfiehlt Investitionen in reale Vermögenswerte.

Die Pandemie wird vielerlei – auch dauerhafte – Spuren hinterlassen. Die Inflationstoleranz der Notenbanken ist erhöht, die Realzinsen sind vielerorts negativ. Doch Joachim Fels ortet durchaus auch positive Folgen dieser Krise. Der Ökonom blickt auf eine lange Karriere in der Finanzbranche zurück. Bevor er 2015 die Position als Global Economic Advisor beim Anleihenspezialisten Pimco übernahm, trug er Verantwortung als Global Chief Economist bei Morgan Stanley und war zuvor bei Goldman Sachs tätig.

Herr Fels, hinkt die US-Notenbank Fed der Entwicklung hinterher und agiert zu spät, was die Straffung der monetären Zügel betrifft?
Nein, die Märkte haben zu viele Zinserhöhungen und einen zu frühen Beginn der Straffung eingepreist. Insofern sind der Anstieg der Kurzfristzinsen und die damit verbundene Verflachung der Zinsstrukturkurve übertrieben. Natürlich wird die Geduld der Notenbank durch die hohe Inflationsrate strapaziert, aber die lockere Geldpolitik ist nicht der Treiber der aktuellen Preisdynamik. Die Teuerung geht auf einen positiven Nachfrageschock nach der Öffnung der Wirtschaft zurück und einen gleichzeitig stattfindenden negativen Angebotsschock, mit Engpässen in der Produktion und den globalen Lieferketten. Das Fed wird sich dadurch nicht aus der Ruhe bringen lassen.

Wann kommt denn Ihrer Meinung nach die erste Zinserhöhung durch das Fed?
Die monatlichen Anleihenkäufe werden bis Mitte 2022 zurückgefahren. Dann wird man die Lage eine Weile beobachten, denn in den Sommermonaten dürfte die Inflation deutlich rückläufig sein. Die erste Zinserhöhung wird dann im vierten Quartal 2022 oder im ersten Quartal 2023 stattfinden.

«Die Märkte haben eine zu frühe Straffung der Geldpolitik und zu viele Zinserhöhungen durch das Fed eingepreist.»

Wie wird sich das Wirtschaftswachstum bis dahin entwickeln?
Die grosszügige Fiskalpolitik heizt die Nachfrage an, und nach eher schwachen Monaten beschleunigt sich das US-Wachstum wieder. Die Fiskalpolitik wird im kommenden Jahr allerdings restriktiv werden, was dann auch die Wachstumsdynamik dämpft. Auf der positiven Seite werden sich allerdings die Lieferengpässe entschärfen und tiefere Inflation zulassen. Somit besteht kein Druck auf die Notenbank, die Zügel rasch anzuziehen.

Und die Inflation steigt kurzfristig weiter?
Wir erwarten den Höchststand der US-Inflation im ersten Quartal des nächsten Jahres. Von aktuell 6,2% kann die Jahresveränderungsrate der Konsumentenpreise auf 7% steigen. Auch die Kerninflation unter Ausschluss der Energie- und der Lebensmittelpreise dürfte in den kommenden Monaten in Richtung 6% klettern. Gegen Ende des nächsten Jahres wird sich die allgemeine Teuerung dann dem Zielwert des Fed von 2% annähern.

Kann man denn derzeit noch von einer guten Verankerung der Inflationserwartungen sprechen?
Die Inflationserwartungen sind für das Fed ausschlaggebender als die gemessene Teuerung. Sie haben tatsächlich angezogen, befinden sich aber noch immer etwa beim Zielwert des Fed und bieten somit keinen Anlass zur Besorgnis.

Und wie gross ist die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale?

BIL.D: ZVG

«Notenbanken werden instrumentalisiert zur Erreichung fiskalischer Ziele.»

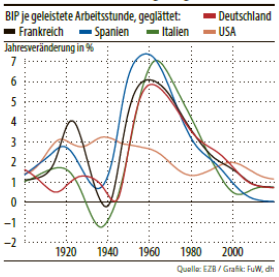
Das Risiko ist nicht von der Hand zu weisen, entspricht aber nicht unserem Basisszenario. Die nennenswerten Lohnerhöhungen werden bei niedrig bezahlten Jobs vorgenommen. Und Arbeitnehmer, die die Stelle wechseln, haben tatsächlich mehr Verhandlungsmacht aufgrund des Mangels an Arbeitskräften. Eine Spirale wie in den Siebzigerjahren erkenne ich allerdings nicht, insbesondere auch deshalb nicht, weil sich das Produktivitätswachstum nach oben bewegen wird.

Auf höhere Produktivität wartet die Welt nach vielen Jahren der Technologisierung und der Digitalisierung eigentlich schon lange. Warum sollte das jetzt passieren?
Es ist richtig, dass das Produktivitätswachstum trotz all der Digitalisierung über die vergangenen zwanzig Jahre nicht gestiegen ist. Das ist aber darauf zurückzuführen, dass sich die Digitalisierung vor allem bei Konsumprodukten abgespielt hat. Wir benutzen Smartphones und andere hoch technologisierte Produkte, was primär das Freizeitverhalten der Menschen prägt. Doch bei den Unternehmen und in den Herstellungsprozessen hat die Digitalisierung längst noch nicht in dem erwünschten Mass Einzug gehalten. Die Pandemie hat dies nachhaltig verändert.

Corona hat das Investitionsverhalten der Unternehmen somit positiv beeinflusst?
Das könnte man so sagen. Die Automation und die Digitalisierung der Prozesse wurden beschleunigt. Unternehmen investieren jetzt deutlich mehr in Technologie, um eine höhere Wertschöpfung mit weniger Arbeitskräften zu schaffen. Meiner Meinung nach ist das ein langfristiger Trend. Denn die Demografie sorgt dafür, dass die Erwerbsbevölkerung vielerorts schrumpft. Die Babyboomer gehen in Rente.

Hat die Pandemie auch die Inflationstoleranz der Zentralbanken erhöht?
Angesichts der Schuldenberge in den Industrieländern fürchten ihre Zentralbanken ein temporäres Überschiessen der Inflation über ihr Ziel nicht, solange die Nominalzinsen tief bleiben. Wir erwarten auch nur einen leichten Anstieg der Nominalzinsen in den langen Laufzeiten. Die Realrenditen bleiben vielerorts somit auch langfristig im negativen Bereich.

Produktivität sollte künftig steigen



Quelle: EZB / Grafik: FuW, dh

Sind die Notenbanken noch unabhängig?
Die Geldpolitik ist heutzutage sehr stark am Gängelband der Finanzmärkte. Zudem müssen die Zentralbanken Rücksicht auf hoch verschuldete Regierungen, Unternehmen und Privathaushalte sowie ihre Zinssensitivität nehmen. Notenbanken werden instrumentalisiert zur Erreichung fiskalischer Ziele. Unabhängige Geldpolitik sieht anders aus.

Welche weiteren Faktoren sorgen für niedrige Realrenditen?
Es gibt global einen sehr starken Überhang an Ersparnissen. Seit Jahren führt die zunehmende Langlebigkeit dazu, dass die Menschen mehr sparen müssen, um ihren Ruhestand zu finanzieren. Die Pandemie hat das Vorsichtssparen wohl noch befördert. Zudem ist die Ungleichheit der Vermögen gestiegen. Die Reichen sind noch reicher geworden, und ihre Neigung zu Sparen ist wiederum höher. All das erzeugt Druck auf die Zinsen nach unten.

Welche Anlageklassen bieten in diesem Umfeld noch Opportunitäten?
Die Weltwirtschaft dürfte in den kommenden fünf Jahren eine ungewissere, schwankungsanfälligere und uneinheitlichere Wachstums- und Inflationsentwicklung erfahren als vor der Pandemie. Die Renditen in allen Anlageklassen werden niedriger und volatiler ausfallen, bedingt durch die aktuellen Ausgangsbewertungen und die zu erwartenden Umbrüche, Unstimmigkeiten und auseinanderlaufenden Entwicklungen. Umso mehr sollte ein Portfolio so global wie möglich ausgerichtet sein. Allerdings sieht momentan fast jede Anlageklasse sehr teuer aus.

«Alle Anlageklassen sehen momentan teuer aus. Die Renditen werden niedriger und volatiler ausfallen als vor der Pandemie.»

Sie sehen aber noch Potenzial bei Aktien?
Aktien bleiben wir generell wohlgesinnt, wobei deutliche Unterschiede zwischen einzelnen Regionen und Sektoren zu erwarten sind. Da gilt es, selektiv vorzugehen. Tiefe oder gar negative Realzinsen rechtfertigen höhere Aktienbewertungen. Sachwerte generell bleiben attraktiv. Das gilt insbesondere auch für Immobilien.

Wie investieren Sie in Immobilien?
Hypothekenbesicherte Wertpapiere halten wir für überaus attraktiv, besonders diejenigen, die nicht durch eine US-Behörde garantiert sind. Der Häusermarkt floriert, die Kreditkosten sind niedrig, und die Belehnung ist absolut vernünftig. Kreditnehmer sind zudem überaus vorsichtig. Das unterscheidet die Situation jetzt von dem Markt, wie er vor dem Platzen der Immobilienblase zu Beginn des Jahrtausends vorzufinden war. Der Markt für diese Non Agency RMBS hat sich seit der globalen Finanzkrise drastisch verändert.

Und wie sieht es bei Anleihen aus?
Schweizer Investoren, die bei heimischen Staatsobligationen negativen Nominalrenditen ausgesetzt sind, müssen sich zwangsweise global ausrichten. Da sind US-Staatsanleihen keine schlechte Wahl. Sie werfen einigermassen Rendite ab und sollten im Kurs steigen, falls in der Weltwirtschaft etwas schiefläuft. Die Renditespannen bei Unternehmensanleihen jedoch haben sich so stark eingeengt, dass wir sie derzeit für weniger attraktiv halten.

INTERVIEW: SYLVIA WALTER

Markttechnik

Micron und Autoneum

Mancher Investor wird sich angesichts der Grafik unten die Augen reiben. Weshalb nicht mal kurz eben 26% abholen? Und vielleicht werden es in den nächsten Tagen sogar noch zwei, drei Prozente mehr? Dazu braucht es keine Analysen, sondern einen Entscheid. Eine gute Analyse nimmt einem nicht die Entscheidung ab. Aber sie liefert die nötige Vorarbeit, um diese zu treffen.

Die Aktie von Micron hat zwischen Mitte April und Mitte Oktober erheblich an Wert verloren. Für mich war wichtig, dass dieser Kursrückgang unter zwei nahezu symmetrischen Schubwellen zustande kam – bei Konsolidierungen eine typische Verhaltensweise. Sind sie fertig ausgebildet, ist es meist nur eine Frage von Tagen, bis der vorherige Trend wieder aufgenommen wird.

Nach dem Schnellanstieg

Kommen wir zum aktuellen Geschehen und zu den Aussichten. Eine Performance von 30% in weniger als zwei Wochen ist gigantisch. Ein solch hohes Aufwärtsmomentum lockt nach kurzer Zeit natürlich Trittbrettfahrer an. Aber es führt auch zu einer absurd überkauften Marktlage, die zuletzt wie der Kamm einer Ozeanwelle in sich zusammenbricht. Die Trittbrettfahrer wollen nun schleunigst raus. Aktien bewegen sich dann ausgesprochen stark, wenn besonders viele Akteure gleichzeitig das Gleiche tun wollen. Die Preise von Micron werden deshalb in Kürze wieder auf ein gemässigteres Niveau herunterkommen.

Trends sind fraktal aufgebaut. Das ist schon mit blossem Blick auf den Kursverlauf zu erkennen, der ansonsten fadengerade wäre. Das gilt auch für Konsolidierungen.

Jetzt kommt der entscheidungstechnisch springende Punkt: Es gibt ein Szenario, das schon seit September besteht, als die Konsolidierung noch gar nicht zu Ende war. Dieses Szenario erscheint heute auf dem höheren Kursniveau relativ bösartig. Es geht nämlich davon aus, dass sich die mittelfristige Konsolidierung weiter hinzieht. April bis Oktober und Oktober bis jetzt wären ihre Fragmente und der Verlauf der schon sichtbaren Abwärtsbewegung die Blaupause. Ungefähr von 85 $ ausgehend würde da die nächste Abwärtsbewegung starten.

Da fällt die Entscheidung doch leicht. Denn nach den mir bekannten Regeln finde ich kein Szenario, das nach dem Schnellanstieg noch mehr Raum nach oben erschliessen könnte.

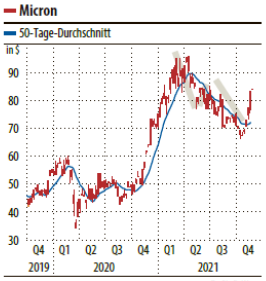
Kein Aufwärtstrend

Die Grafik von Autoneum sieht sehr ähnlich aus – aber nur, weil der Ausschnitt gerade passt. Für eine saubere Beurteilung ist es notwendig, verschiedene Zeitfenster zu betrachten. Da werden die Unterschiede dann rasch offenbar: Anders als Micron befindet sich Autoneum langfristig eben nicht in einem Aufwärtstrend. Ende 2017 waren die Kurse doppelt so hoch wie heute. Deshalb gelten andere Regeln. Welche Entscheidung könnte da passen?

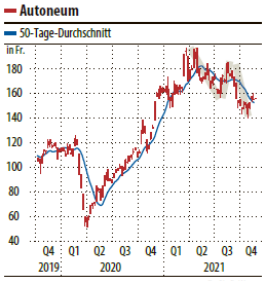
Eine Aktie verhält sich bei steigenden Kursen anders, wenn sie sich nicht in einem primären Aufwärtstrend befindet: instabiler, unsteter, und natürlich hat sie kleinere Aufwärtschancen. Das kann die Frage schon beantworten.

ROLAND VOGT linkedin.com/in/rovogt

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



Grafik: FuW, sp



Grafik: FuW, mg

Meinungen zur Börsenlage

Amazon, Sonova

Die globale Wirtschaft läuft trotz Covid auf allen Zylindern, was zu einem grossen Teil auch die Lieferengpässe erklärt. Die Notenbanken müssten in diesem Umfeld ein wenig bremsen, und es würde uns nicht überraschen, wenn wir im nächsten Jahr in den USA zwei Zinserhöhungen sähen. In China muss sich weisen, wie sich die offensichtliche Abkühlung am Immobilienmarkt auf die Gesamtwirtschaft auswirkt. Dass sich China und die USA politisch wieder annähern, ist ein positives Zeichen. Was die einzelnen Aktien betrifft, so mögen wir nach der Verbindung mit Grand-Vision die Titel der französisch-italienischen Gruppe EssilorLuxottica. Kaufenswert sind dank der Marktführerschaft in den Bereichen E-Commerce und Public Cloud auch die Aktien von Amazon. In der Schweiz sollte der jüngste Rückschlag in Sonova für einen Kauf genutzt werden.

VT WEALTH MANAGEMENT

US Small Caps

Wir empfehlen Investoren, aufgrund des soliden Gewinnwachstums und der weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen ein moderates Aktienübergewicht in den Portfolios beizubehalten, mit einer Präferenz für Aktien in Industrieländern. Dabei bevorzugen wir Small Caps. Wir erwarten, dass sich US Small Caps über die nächsten drei bis sechs Monate besser entwickeln werden als US Large Caps. Wirtschaftsindikatoren und Inflationserwartungen in den USA sprechen für eine Outperformance von Small Caps in den nächsten Monaten. Die relativen Bewertungskennzahlen (u. a. das Kurs-Gewinn-Verhältnis) von Small Caps verglichen mit Large-Cap-Aktien sind auf äusserst attraktivem Niveau. Zudem hat sich das relative Gewinnergebnisbild ebenfalls zu Gunsten der Small Caps verbessert. Aus diesen Gründen bevorzugen wir US Small Caps gegenüber US Large Caps.

CREDIT SUISSE

Gold verliert

Gold ist am Montag mehr als 2% bzw. rund 40 $ pro Unze auf nur noch knapp über 1800 $ gefallen. Dies ist der grösste Tagesverlust seit mehr als zwei Monaten. Damit hat Gold seine Gewinne der letzten zweieinhalb Wochen abgegeben. US-Präsident Joe Biden hat den Fed-Vorsitzenden Jerome Powell für eine zweite Amtszeit nominiert. Daraufhin hat der Dollar weiter aufgewertet und die Anleiherenditen sind gestiegen – sowohl nominal als auch real. Dass der Markt so stark auf die Nominierung Powells reagiert, hat uns überrascht. Denn der Pfad der Geldpolitik des Fed dürfte sich nicht grundlegend ändern. Nun scheint sich Gold erst einmal zu stabilisieren.

COMMERZBANK