«Es beginnt ein gewaltiger Investitionszyklus»

MITTWOCHSINTERVIEW **Karsten Junius,** Chefökonom von J. Safra Sarasin, sieht die Weltwirtschaft auf starkem Wachstumskurs und wittert Chancen für zyklische Aktien.

Eine lange Rezession mit Konkurswelle und Massenarbeitslosigkeit. Das wären mögliche Folgen der Pandemie gewesen, wenn Regierungen und Zentralbanken nicht entschieden reagiert hätten, lobt Karsten Junius die Krisenpolitik. Der Chefökonom von J. Safra Sarasin sieht die Weltwirtschaft auch nach dem kräftigen Erholungsschub auf Wachstumskurs und rät Anlegern, in Aktien investiert zu bleiben. Für Schweizer gebe es keinen Grund, Fremdwährungsrisiken einzugehen, denn der langfristige Aufwertungstrend des Frankens bleibe bestehen – dank einer stabilen Wirtschaft und weniger Inflation als im Ausland.

Herr Junius, trotz Pandemie erzielen Vermögenswerte Rekordpreise. Befinden sich die Märkte in einer grossen Preisblase?
Nein, ich teile die Meinung der Crash-Propheten nicht. Die Bewertungen sind hoch, aber sie sind durch die historisch niedrigen Zinsen gerechtfertigt. Denn man muss die Bewertung von Wertpapieren immer in Relation zum risikolosen Zins sehen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis von US-Aktien hat zwar einen neuen Höchststand erreicht, aber das reflektiert weitgehend die rekordtiefen Realzinsen.

Das bedeutet aber auch, dass eine schmerzhafte Anpassung droht, wenn die Notenbanken die Zügel straffen und die Zinsen steigen.
Das wäre tatsächlich so. Aber so schnell und stark werden sie die Zinsen nicht anziehen. Denn die Notenbanken werden beim Ausstieg aus der Krisenpolitik sehr behutsam vorgehen und die Leitzinsen nicht voreilig anheben.

Was erwarten Sie konkret von der Geldpolitik in den USA und der Eurozone, wann werden die Anleihenkäufe eingestellt und wann die Leitzinsen erhöht?
Zum Jahreswechsel wird die US-Notenbank Fed wohl mit der Drosselung der Anleihenkäufe beginnen. Ende 2022 dürfte dann die erste Zinserhöhung folgen. Die EZB dagegen wird die Leitzinsen noch bis mindestens 2024 konstant halten.

«Das ist keine Spekulationsblase: Die hohen Aktienbewertungen reflektieren weitgehend die rekordtiefen Realzinsen.»

Obwohl die Europäische Zentralbank schon angekündigt hat, die Anleihenkäufe im vierten Quartal zu reduzieren?
Ja, denn davon sind nur die Käufe im Rahmen des Notfallprogramms PEPP betroffen. Die Drosselung der Anleihenkäufe unter dem normalen Kaufprogramm APP wird viel später einsetzen, wahrscheinlich erst im Frühjahr 2023.

Müsste die Geldpolitik angesichts der Inflation nicht viel früher straffer werden?
Die EZB könnte meiner Meinung nach schon etwas mutiger bzw. weniger «dovish» sein. Aber sie erwartet für die mittlere Frist immer noch zu niedrige Inflationsraten. Auch an den Finanzmärkten

BILD: ZVG

«Die Notenbanken werden die Leitzinsen nicht voreilig anheben.»

sind die Inflationserwartungen – selbst nach dem deutlichen Anstieg – immer noch klar unter dem Inflationsziel der EZB. Nach dem neuen symmetrischen Inflationsziel muss die Teuerung nahe 2% sein und perspektivisch dort auch bleiben, bevor die Geldpolitik gestrafft wird. Angesichts der eher moderaten Lohnkostenentwicklung werden diese Bedingungen frühestens 2024 erreicht sein.

«Die Nationalbank dürfte schon bald den antizyklischen Kapitalpuffer reaktivieren.»

Das lässt der Schweizerischen Nationalbank nicht viel Handlungsspielraum. Ein Ende der Negativzinsen ist nicht in Sicht.
Ja, an der Zinsfront wird lange nichts mehr passieren. Die Nationalbank wird aber wohl schon bald den antizyklischen Kapitalpuffer für die Banken reaktivieren, den sie wegen der Covid-Krise im Frühjahr 2020 aufgehoben hatte. Die warnenden Worte von SNB-Vizepräsident Fritz Zurbrügg zum Immobilienmarkt deuten auf diesen Schritt hin.

Reicht das, um eine Überhitzung des Immobilienmarktes zu verhindern?
So dramatisch ist die Situation hierzulande gar nicht. Die Häuserpreise steigen stetig, aber nicht so schnell wie in anderen Regionen, etwa in Teilen der USA oder in Deutschland. Was allerdings der SNB ein Dorn im Auge ist, ist das hohe und steigende Volumen an Hypothekarkrediten der Haushalte. Es beträgt unterdessen mehr als das jährliche Bruttoinlandprodukt. Deshalb will sie, dass die Banken einen Kapitalpuffer halten.

Und wie stark muss die Nationalbank am Devisenmarkt intervenieren?
Die SNB wird zwar weiterhin sagen, dass der Franken hoch bewertet sei, aber überbewertet ist er meiner Meinung nach nicht mehr. Das zeigt der reale Wechselkurs gegenüber den wichtigsten Währungen, der sich auf dem Niveau von 2011 befindet. Über zehn Jahre betrachtet hat sich der Franken also nur entsprechend der Inflationsdifferenz aufgewertet. Dieser Aufwertungstrend wird weitergehen. Doch damit kann die Schweizer Wirtschaft gut leben. Ich glaube daher, dass die SNB weniger stark am Devisenmarkt intervenieren muss, zumal auch keine Deflation mehr herrscht und die Importpreise steigen.

Droht eine weltweite Stagflation, wenn der Nachholeffekt nach Covid vorbei ist, aber die Teuerung nicht zurückgeht?
Das glaube ich nicht. Das Wirtschaftswachstum wird noch länger überdurchschnittlich sein, weil gerade ein gewaltiger Investitionszyklus in Gang kommt. Die Unternehmer merken ja jetzt, dass sie nicht so viel produzieren können, wie nachgefragt wird. Was tun sie? Mehr Lager halten, mehr Onshoring und mehr in Anlagen und Menschen investieren. Dadurch sollte der Konjunkturzyklus noch ein paar Jahre halten.

Aber die jüngsten Makrodaten aus China und den USA sind eher enttäuschend.
Die PMI, die Einkaufsmanagerindizes, haben den Zenit überschritten. Aber weltweit sind sie weiterhin über 50, also auf Expansionskurs, und da werden sie auch noch eine Weile bleiben. Es fällt auf: Die Produktionskomponente der PMI ist wegen der Lieferengpässe niedriger als die Auftragseingangskomponente. Das bedeutet, die Erholung zieht sich hin und verlängert den Konjunkturzyklus.

Welche Aktien sollte man in diesem Umfeld kaufen, welche meiden?
Während wir Ökonomen in der Entwicklung der PMI die Fortsetzung des Expansionskurses sehen, ist für Aktienanleger die Veränderung der Wachstumsrate entscheidend. Wenn das Makromomentum wie in den vergangenen Monaten nachlässt, sind defensive Aktien den zyklischen vorzuziehen. Diese Rotation zurück in die Defensive läuft nun aber schon ein paar Monate, und wir gehen davon aus, dass der Trend bald wieder dreht.

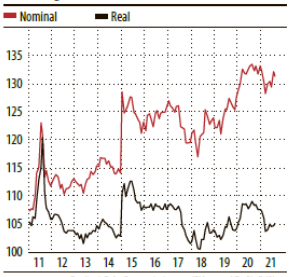
Wovon hängt diese Trendwende ab?
Wir beobachten sehr genau, was in China passiert. Es ist sehr untypisch für die Regierung, dass sie trotz konjunktureller Abkühlung an der strengen Reform- und Regulierungspolitik festhält. Ich würde mich wundern, wenn Peking weiter so hart bleibt, und erwarte, dass die Geld- und Fiskalpolitik gelockert wird und der Kreditimpuls dadurch wieder positiv wird. Das gäbe zyklischen Aktien in Europa Auftrieb.

«Die Unternehmer merken, dass sie nicht so viel produzieren können, wie nachgefragt wird. Sie müssen in Kapazitäten investieren.»

Und was halten Sie von Anlagen in Gold?
Man sollte Gold wie eine Währung betrachten. Langfristig richten sich die Kurse nach der Kaufkaufparität. Gold ist diesbezüglich im Vorteil und sollte die Kaufkraft erhalten. Aber darüber hinaus spielt die Inflation für den Goldpreis kaum eine Rolle, sondern nur die Zinsdifferenz. Wenn die Zinsen sinken, wird Gold attraktiver. Der Verfall der Zinsen und vor allem der Realzinsen erklärt die hohen Preise für Gold. Aber noch tiefere Zinsen sind unwahrscheinlich. Deshalb erwarten wir keinen weiteren starken Anstieg der Goldnotierungen, da ist die Luft raus.

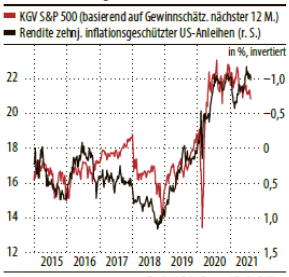
INTERVIEW: PETER ROHNER

Handelsgewichteter Frankenindex



Quelle: J. Safra Sarasin, Index von JPMorgan / Grafik: FuW, sp

Aktienbewertung und Realzins



Quelle: J. Safra Sarasin / Grafik: FuW, sp

Markttechnik

Der Nikkei 225 ist kein Aussenseiter

Die Märkte sind überfällig für eine Konsolidierung oder gar eine Korrektur. Evergrande könnte der Auslöser sein. Doch wenn die Einschätzung eines Trends stimmt, gibt es keine bessere Gelegenheit zum Kaufen als eine Verkaufspanik im Markt. Letztmals haben wir das im März 2020 ja alle erlebt.

Das Verhältnis zur japanischen Börse ist, etwas salopp ausgedrückt, gestört. In den Achtzigerjahren hat man enorme Exzesse mitgemacht. Gegen Ende der damaligen spekulativen Blase in Japan konnten japanische Unternehmen Wandelanleihen in der Schweiz zu Zinsen nahe 0% und einer sehr hohen Wandelprämie auf den Markt bringen.

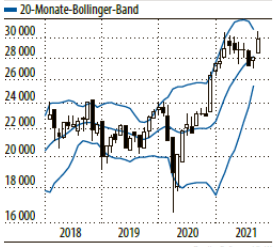
Nach dem Platzen hat sich die Finanzgeometrie Japans verändert. Und die japanische Börse hat im Weltkonzert nicht mehr mithalten können. Das hat dazu geführt, dass im Vergleich zu Dezember 1989 – dem letzten Monat, in dem sich die spekulative Blase entfaltete – bis zum letzten Freitag der Nikkei 225 um 21,6% tiefer notiert. Der MSCI Welt hat in derselben Zeit in Yen 328% zugelegt, in Dollar 450%.

Im Einklang mit der Welt

Wir werden alle von denjenigen Ereignissen geprägt, die für uns eine Bedeutung haben. Die grossen Schwankungen der japanischen Börse, die Erholungsspitzen, die bis zum März 2009 alle unterhalb der vorangegangenen Erholung scheiterten, und der neue Tiefstkurs des Nikkei seit 1982, erreicht im März 2009, verhinderten bis Mitte 2012, dass die japanische Börse in den «Courant normal» zurückkehrte. Damit meine ich einen Verlauf lokaler Indizes, der in der Richtung, aber nicht im Momentum dem Verlauf des MSCI Welt im Wesentlichen entspricht. Das ist nun seit dem 31. Juli 2012 der Fall, mit dem Ergebnis, dass der Nikkei und der MSCI Welt in Yen genau gleich viel zugelegt haben, nämlich 250%. In Dollar gerechnet, der Originalwährung des MSCI Welt, kommt der MSCI Welt jedoch nur auf knapp 150%.

Der Haupttrend des Nikkei ist steigend. Die Konsolidierung von März bis August dieses Jahres ist so verlaufen, wie man es von Konsolidierungen erwarten kann. Im September setzte die Wiederaufnahme des primären Aufwärtstrends ein. Sollte Evergrande zu einem heftigen Rücksetzer führen, ist davon auszugehen, dass der primäre Aufwärtstrend nach Verdauung des Ereignisses wieder aufgenommen wird.

Nikkei 225



Quelle: Refinitiv / FuW

Yen ist keine Gefahr

Der Yen hat in der Vergangenheit Erfolge in japanischen Aktien verhagelt. Seit 2016 schwanken die grossen Währungen im Verhältnis zu den vorangegangenen rund vierzig Jahren in sehr engen Bandbreiten. Innerhalb einer solchen erwarte ich, dass Dollar und Yen zu anderen Währungen zulegen, der Dollar etwas weniger als der Yen. Diese Erholungen werden aber mässig sein. Das bedeutet, dass meines Erachtens der Yen auch zum Franken und zum Euro etwas zulegen dürfte.

Ist es nicht so, dass eine starke Währung selten mit einem starken Aktienmarkt einhergeht? Das, denke ich, war einmal, als Währungen sich über Monate bis Jahre in zweistelligen Trends auf- oder abwerteten. Währungen und Aktienindizes dürften sich auf absehbare Zeit grundsätzlich nicht zwingend in entgegengesetzte Richtungen bewegen. Diese Annahme stimmt jedenfalls mit der neueren Geschichte überein. Von Dezember 2016 bis Dezember 2020 legte der Yen gegenüber dem Dollar 13,2% zu, der Nikkei stieg um 43,5%. Damit entfällt aus meiner Sicht der Yen als Störfaktor für die Performance aus Sicht des Frankens und des Euros.

ALFONS CORTÉS www.alfonscortes.com

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

Meinungen zur Börsenlage

Richemont

Im Vergleich mit Bonds sind Aktien zwar nach wie vor nicht überbewertet. Trotzdem ist eine gewisse Vorsicht angezeigt, und ausgewählte Gewinnmitnahmen sind sicher kein Fehler. Einerseits scheinen die Wachstumsschätzungen gerade mit Blick auf die Covid-Situation nach wie vor etwas hoch zu sein. Andererseits dürfen die politischen Risiken nicht unterschätzt werden. In einem solchen Umfeld sind nur die besten Aktien gut genug. Bewertungsmässig gefallen uns die Dividendenpapiere der Schweizer Luxusgütergruppe Richemont. Die dänische Pharmagruppe Novo Nordisk besticht mit einer aussergewöhnlichen Rentabilität, einer hervorragenden Cash-Generierung und einer starken Bilanz. Floor & Decor ist der führende Fachhändler für Bodenbelagsprodukte in den USA und hinter Home Depot und Lowe's der drittgrösste Einzelhändler für solche Produkte. **VT WEALTH MANAGEMENT**

China

Zuletzt mussten chinesische Firmen, aber auch westliche Aktien, die einen starken Fokus auf den chinesischen Markt haben, Federn lassen. Der Mix aus schlechten Wirtschaftsdaten, wiederholten Lockdowns, zunehmenden Regulierungsgelüsten der chinesischen Regierung und steigenden Risiken betreffend Kreditausfälle hat die Anleger negativ beeinflusst. Egal, ob Internet, Luxus oder auch Casinos, viele Branchen haben gelitten. Wir denken, dass dies für den langfristigen Investor wieder Chancen bietet. Kurzfristig ist eine weitere Eintrübung nicht ausgeschlossen, und es ist anzunehmen, dass sich die langfristigen Wachstumschancen in verschiedenen Sektoren tatsächlich etwas abgemildert haben. Aber wir sehen immer noch sehr viel Potenzial vor allem im Tech- und im Konsumbereich. Viel Negatives ist in den Kursen von Alibaba, Tencent usw. eskomptiert. **DIEM CLIENT PARTNER**

Japan bevorzugt

Seit diesem Monat bevorzugen wir japanische Aktien aufgrund verbesserter Fundamentaldaten und geringerer politischer Unsicherheit. Die jüngste Ankündigung von Premierminister Yoshihide Suga, bei der Wahl zum Parteivorsitz nicht anzutreten, wurde vom Markt positiv aufgenommen. Der japanische Aktienmarkt ist relativ attraktiv bewertet und das Gewinnbild hat sich in den letzten Monaten verbessert. Unsere Ökonomen erwarten eine Erholung der globalen Industrieproduktion, wovon der japanische Aktienmarkt mit seinem zyklischen Exposure profitieren sollte. Zudem gibt es Anzeichen für eine Verbesserung der Corporate Governance und verstärkte Aktienrückkäufe. Die Positionierung bleibt nach Jahren der Auslandsabflüsse auf tiefem Niveau. Vor diesem Hintergrund glauben wir, dass sich japanische Aktien über die nächsten drei bis sechs Monate besser als der Gesamtmarkt entwickeln werden. **CREDIT SUISSE**