

# «Eine Lohn-Preis-Spirale zu stoppen, ist schwierig»

**MITTWOCHSINTERVIEW** George Muzinich, Gründer und CEO des Anleihspezialisten Muzinich & Co, fühlt sich aktuell an die Siebzigerjahre erinnert und hält die Duration im Portfolio kurz.

Nach einer Karriere von über fünfzig Jahren in der Finanzbranche verfügt George Muzinich über einen enormen Erfahrungsschatz, was konjunkturelle Zyklen und das Auf und Ab an den Börsen betrifft. Doch die heutige Konstellation sei beispiellos. Er wünscht sich, dass die Märkte die Preissetzung der Anlageklassen wieder übernehmen und nicht die Notenbanken.

Herr Muzinich, die aktuellen Rahmenbedingungen werden immer wieder mit den Siebzigerjahren verglichen. Ist das legitim?

Ich bin wirklich froh, dass dieser Vergleich endlich gezogen wird, denn einige Konstellationen erinnern durchaus an diese schwierige Phase. Vorab ist dabei natürlich der starke Anstieg der Energiepreise zu nennen, der in den Siebzigerjahren zur grossen Erdölkrise führte. Gleichzeitig möchte ich auch den Unterschied nicht unterschlagen, denn das Ölkartell Opec hatte damals deutlich mehr Macht. Heutzutage ist die Opec ein eher loses Gefüge von Interessenvertretern. Dem Kartell ist die Homogenität abhandengekommen, was die Einflussnahme schwächt.

Welche strukturellen Unterschiede gibt es sonst noch?

Die politischen Machtverhältnisse rund um den Globus haben sich seither enorm verschoben. Damals endete für die USA gerade der Vietnamkrieg mit einer militärischen Niederlage und hohen öffentlichen Schulden. Dennoch waren die Vereinigten Staaten die Weltmacht. China, Japan und Europa waren noch keine ernsthafte Konkurrenz, und in den USA zog ein gewisses Mass an Selbstzufriedenheit ein. Damals waren die westlichen Länder noch stark industrialisiert, und Güter wurden in die ganze Welt exportiert.

*«Wer sich keine Sorgen um die Schuldenquoten macht, der lebt nicht in der realen Welt. Und die Verschuldung steigt munter weiter.»*

Die industrielle Basis hat in den USA seither deutlich abgenommen? Chinas Aufstieg zur Weltmacht, die Industrialisierung Asiens und die Billigimporte aus diesen Ländern haben das Wirtschaftswachstum und Preisgefälle vielerorts nachhaltig verändert. In der jetzigen Krise werden uns auch die Ineffizienzen dieser globalisierten Welt und der damit verbundenen fragilen Lieferketten vor Augen geführt. Insofern hat sich die Welt in den vergangenen fünfzig Jahren gütlich verändert. Die Jagd nach immer tieferen Einkaufspreisen ist jetzt jedoch erst einmal gestoppt. Die Pandemie bringt strukturelle Veränderungen auf vielen Ebenen mit sich.

Welche strukturellen Folgen beobachten Sie sonst noch?

Eine Diskussion, die jetzt aufkommt und die es in den Siebzigerjahren nicht gab, ist die Auseinandersetzung mit dem Lohn- und dem Thema Ungleichheit. Um die zunehmende Ungleichheit zu bekämpfen, werden vielerorts die Mindestlöhne angehoben, und dies befeuert die Inflation zusätzlich.

Fürchten Sie auch eine Lohn-Preis-Spirale? Wenn die Löhne stärker steigen als die Produktivität, und davon ist auszugehen, dann mündet dies wiederum in Inflationsdruck. Das Risiko ist nicht zu unterschätzen.

Die Verschuldung ist heutzutage erneut sehr hoch.

Wer sich keine Sorgen um die Schuldenquoten macht, lebt nicht in der realen Welt. Und die Verschuldung nimmt meines Erachtens weiter zu. Was ist der ein-



«Die Bewertungen der diesjährigen Börsengänge sind zu hoch.»

fachste Weg, um die Belastung durch die Schulden abzumildern? Nun, das ist einmal mehr die Inflation. Dabei gibt es viele Politiker in den USA, die laut darüber nachdenken, ob ein Inflationsziel bei 4% nicht sowieso besser wäre. Um die Kaufkraftverluste auszugleichen, müssen wiederum höhere Löhne gezahlt werden, und schon ist die Spirale losgetreten. Diesen Prozess zu stoppen, ist sehr schwierig.

Wieso ist das so schwierig?

Politiker sind Stimmenmaximierer, und in den USA finden alle zwei Jahre Wahlen statt. Es ist nicht sehr populär, für eine Verlangsamung des Wachstums verantwortlich zu sein. Insofern fürchte ich, dass eine Überhitzung der Preise eher hingenommen wird.

Hinkt das Fed der Entwicklung hinterher?

Ich kritisiere die US-Notenbank nur ungern, aber ich denke schon, dass sie mutiger vorgehen könnte. Sie hat die Gastfreundschaft im Markt überstrapaziert, wie wir das in den USA nennen – «overstay your welcome». Die Inflationsgefahr wurde zu lange vernachlässigt.

Dann hätte das Tapering, also die Reduktion des Anleihenkaufprogramms, schon längst beginnen sollen?

Die Arbeitsmarktentwicklung ist nicht leicht zu interpretieren. Ziel des Fed ist nach wie vor Vollbeschäftigung. Dort sind wir noch nicht. Momentan scheint es aber schwierig, die offenen Stellen mit qualifizierten Jobsuchern zu besetzen. Transportfirmen haben Probleme, Lastwagenfahrer zu finden. Die grosszügigen Unterstützungszahlungen von staatlicher Seite haben sicher auch einen Beitrag zu dieser Entwicklung geleistet.

Wie meinen Sie das?

Viele Menschen wurden in dieser Gesundheitskrise dafür bezahlt, nichts zu tun und zu Hause zu bleiben. Das hat den Mangel an arbeitswilligen Jobsuchern noch verschärft. Viele fragen sich auch, ob sie zurück in ihren schlecht bezahlten Beruf wollen. Es findet ein Umdenken statt.

**Inflationserwartungen in den USA steigen**



Alles deutet also in Richtung Inflation. Die Zinsen steigen. Welche Anleihen kann man noch kaufen?

Wir erachten am ehesten den asiatischen Bondmarkt als attraktiv. Die Preise in China sind stark zurückgekommen. Dort kann noch eine Rendite zwischen 5 und 6% eingestrichen werden für eine Unternehmensanleihe mit einem Rating von BB bis BBB. Das Risiko, das man einbringt, wird eingermessen honoriert, muss aber im Auge behalten werden. Die Bonds haben ein eher geringes Beta, sind also unabhängig von der allgemeinen Börsenentwicklung, und sie erlauben eine gute Diversifikation.

Und was halten Sie von Staatsanleihen der Schwellenländer?

Sie bringen mehr Durations- und Kreditrisiko mit sich, was so nicht immer entschädigt wird. Generell sind die Papiere von soliden Unternehmen zu bevorzugen. Wichtig ist, die Duration, also die Zinsensensitivität, gering zu halten.

Welche Bonds bewähren sich am ehesten, wenn die Inflation weiter ansteigt?

Floating Rate Notes bewähren sich natürlich in solch einem Umfeld. Das sind Anleihen mit variablem Zins, der meist an einen Referenzzins wie den Libor oder den Euribor gekoppelt wird. Zusätzlich gibt es einen vertraglich fixierten Aufschlag, der die Bonität des Emittenten spiegelt. Bei steigenden Marktzinsen steigt auch die Verzinsung des Schuld-papiers, was im jetzigen Umfeld sehr interessant sein kann.

Was halten Sie von inflationsgeschützten Anleihen?

Wenn das Zinsniveau steigt und die Inflationszahlen doch nicht mehr so hoch ausfallen wie jetzt befürchtet, dann fahren Anleger mit den inflationsgeschützten Anleihen sehr schnell einen Verlust ein. Daher bevorzuge ich die weniger komplexen Floater.

*«Im aktuellen Umfeld dürften sich Floating Rate Notes bewähren. Die Verzinsung der Anleihen steigt zusammen mit den Marktzinsen.»*

Sind die Bewertungen in zahlreichen Anlageklassen nicht viel zu hoch?

Fast alles ist heutzutage teuer. Alles befindet sich in einem Umfeld, das als Blase bezeichnet werden kann. Schauen Sie sich die Börsengänge von diesem Jahr an. Ich bewundere Roger Federer sehr als Tennisspieler, aber ist diese Sportartikelfirma wirklich über 9 Mrd. \$ wert? Um nur ein Beispiel zu nennen. Ebenso sind die Mantelgesellschaften, die Spac, eine grosse Blase. Exchange Traded Funds investieren im grossen Stil in diese Konstrukte. Kurzum, wir leben in einer grossen Blase. Es braucht künftig viel Fingerspitzengefühl und Gewandtheit seitens der Notenbank, um uns aus dieser historisch einzigartigen Situation heil herauszu-manövrieren. Denn eines ist klar: Negativzinsen sind ein Umding und sollten möglichst bald verschwinden.

Dem Immobilienmarkt gefällt das Umfeld mit niedrigen Zinsen.

Ja natürlich, und es ist in diesem Umfeld auch rational, sich zu verschulden und Immobilien zu kaufen. Doch in den USA sind Häuser zum Konsumgut geworden. Die Immobilien sind für eine, maximal zwei Generationen gebaut. Dann müssen sie abgerissen werden. Wichtig ist immer, den Verschuldungsgrad in Relation zum realen Vermögenswert auf der anderen Seite der Bilanz im Auge zu behalten.

INTERVIEW: SYLVIA WALTER

**Markttechnik**

## ABB und Kühne + Nagel

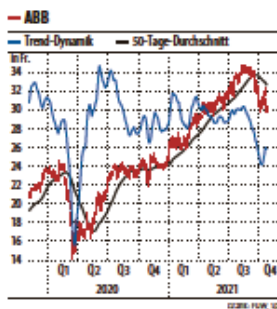
In der Preisgrafik von ABB findet sich Ende März ein Punkt, nach dem die Dynamik des Aufwärtstrends messbar nachlässt. Wichtig ist dabei, dass die Relationen gemessen werden. Die blaue Linie fällt, weil ein Anstieg um 2 Fr. von 31 auf 33 Fr. geringer ist als einer von 28 auf 30 Fr. Der Preis kann also weiter steigen, während evidenzbasiert bereits ein rückläufiger Nachfrageüberhang festgestellt werden kann.

Damit ist noch nicht eindeutig klar, wann der Preisanstieg endet. Aber das individuelle Vorgehen lässt sich abstimmen, etwa indem man sich über einen sensitiveren Mechanismus Gedanken macht, der einen aus dem Markt holt. Das kann eine simple Trendlinie oder auch ein gleitender Durchschnitt sein. Seit Mitte August fallen die Kurse. Wir müssen uns hier allerdings zuerst Gedanken darüber machen, ob es sich bei diesem Kursrückgang um einen Trend handelt oder um eine Trendpausierung. Eine solche wäre das Gleiche wie die kleinen Kerben innerhalb des Anstiegs – nur stünden sie hier in einem grösseren Kontext.

### Nach der Pause weiter

Hierzu ist die Lage noch nicht klar, weil der Datensatz ja auch erst acht Wochen umfasst. In der Summe weisen die Indizes nach meiner Beurteilung zurzeit aber auf eine Trendpausierung hin. Und wie wir alle wissen: Nach einer Pause geht es weiter.

Wir können uns, wenn wir das noch für sinnvoll halten, jetzt also Gedanken über den theoretisch bestmöglichen Kaufpunkt machen. Hierfür hilft ein



**Meinungen zur Börsenlage**

### Box, SIG, ASML

An den Märkten ist eine gewisse Vorsicht angezeigt. Zwar befinden sich viele Länder noch immer in der Erholungsphase, und die Geldpolitik der Notenbanken bleibt expansiv. Die Spannungen im System, die sich unter anderem in der Immobilienkrise in China sowie steigenden Preisen und Lieferengpässen spiegeln, sind jedoch nicht zu übersehen. Und die noch immer hohen Gewinnerwartungen scheitern nicht so recht in dieses Bild zu passen. Auf Titlebene gefallen uns die Aktien des US-Unternehmens Box, das eine Cloud-Content-Management-Plattform für Unternehmen bietet. Zum Kauf empfehlen wir auch die Aktien von SIG Combibloc. Der Schweizer Hersteller von Kartonverpackungslösungen bietet nun auch 100% pflanzlich, erneuerbare Materialien an. Kaufenswert sind auch ASML: Umsatz und Gewinn des niederländischen Unternehmens könnten in den nächsten Jahren aufgrund der anhaltenden Nachfrage nach Chips mit der 5-, 4- und 3-Nanometer-Technologie stark erweitert werden. **VT WEALTH MANAGEMENT**

### Banken Europa

Die Bewertung der europäischen Bankaktien ist im historischen Vergleich und gegenüber anderen Sektoren günstig. In Anbetracht der guten fundamentalen Aussichten und der höheren Dividenden ergibt sich nach unserer Einschätzung eine Kaufgelegenheit. Die

Basisswissen über die verschiedenen Schemata von Korrekturphasen. Sie führen dann zu der Konklusion, dass der Kurs von ABB vielleicht noch bis knapp unter 28 Fr. fällt, bevor die Korrektur zu Ende ist. Ist sich der Investor nun sicher, dass er ABB kaufen will, und weiss er, wie stark dieser Wunsch ist – etwa weil er vom Erfolg dieser Firma überzeugt ist – dann hat er einen Plan und wird auch zum passenden Vorgehen finden.

### Hohe Volatilität

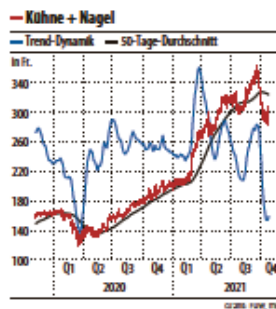
Was führt dazu, dass sich der Kurs besonders heftig bewegt? Richtig: wenn besonders viele Investoren zur selben Zeit das Gleiche tun. Und bei den im Vergleich zu grossen SMI-Aktien marktengen Kühne + Nagel braucht es davon eben nicht so viele. Grosse Bewegungen generieren Aufmerksamkeit und dadurch auch Rückkopplungseffekte.

Solange die Kurse steigen, fühlt sich das an wie eine riesengrosse Performance. Letztendlich ist es aber lediglich Volatilität. Die Aktie notiert deshalb – ebenso wie die anscheinend trägere ABB – aktuell wieder auf Höhe des Kursniveaus von Mitte April.

Der Gesamtmarkt kommt nun in eine Phase, in der er noch selektiver wird, und der Umsatz wird gleichzeitiger tendenziell geringer. Für mich ist das ein guter Grund, Kühne + Nagel auch nach dem Kursabschlag von 20% jetzt nicht zu kaufen.

ROLAND VOGT | [linkedin/in/rolavogt](https://www.linkedin.com/in/rolavogt)

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



Europäische Zentralbank hatte den Banken in der Krise enge Grenzen für die Dividendenausschüttung und die Aktienrückkäufe auferlegt. Per 1. Oktober wurden diese Einschränkungen aufgehoben. Die europäischen Banken verfügen über rund 25 Mrd. € an Dividendenreserven, die in den Jahren 2019 und 2020 aufgrund dieser Einschränkungen nicht ausgeschüttet werden dürfen. BNP Paribas und ING überzeugen uns mit ihrer Strategie und gehören zu den Banken mit den höchsten Reserven, die sie in Form von Dividenden oder Aktienrückkäufen an ihre Aktionäre zurückführen möchten.

LUZERNER KANTONALBANK

### Unilever

Unilever meldet für das dritte Quartal ein organisches Umsatzwachstum von 2,5% (Konsens 2,2%). Ursache ist ein viel stärker als erwartet ausgefallener Preiseffekt. Wichtig war das Wachstum in den drei Prioritätsmärkten USA, China und Indien, zudem haben 54% des Geschäfts Marktanteil gewonnen, was ermutigend ist. Im Ausblick hat sich Unilever für die Margen zuversichtlich gezeigt. Rund die Hälfte der Inflationskosten könne durch Einkaufseffizienz ausgeglichen werden. Die Lieferketten funktionieren gut. Unilevers KGV-Bewertung zeigt den tiefsten Abschlag zu den nächsten Mitbewerbern seit über zehn Jahren. Die inneren Stärken und das langfristige Potenzial des Schwellenmarktgeschäfts werden in der Bewertung zu wenig berücksichtigt. **CREDIT SUISSE**