«Anleihen sind derzeit attraktiver als Aktien»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT GUILLERMO FELICES Der Investmentstratege bei PGIM Fixed Income rät auch nach dem Abklingen der Bankenkrise in den USA und der Schweiz zur Vorsicht.

Guillermo Felices arbeitet als globaler Investmentstratege bei der Fondsgesellschaft PGIM Fixed Income, die sich auf Anlagen in festverzinslichen Wertpapieren konzentriert. Sie gehört zu den Investmentgesellschaften der US-Lebensversicherung Prudential Financial. Zuvor arbeitete Felices bei BNP Paribas Asset Management, Barclays und Citi. Seine Karriere begann der promovierte Ökonom bei der Bank of England.

Herr Felices, ist nach den Turbulenzen um die Banken endlich wieder Ruhe an den Märkten eingekehrt?
Auf den ersten Blick mag tatsächlich ein Gefühl der Ruhe und des Optimismus aufgekommen sein. Die Turbulenzen rund um die Banken haben definitiv nachgelassen, es ist aber nicht unbedingt sicherer geworden. Die Reaktion der Behörden war nach den Spannungen bei den US-Banken und bei Credit Suisse sehr aggressiv. Und die Folgen sind auch sichtbar: Die Banken haben sich weniger Geld bei der US-Notenbank Fed geliehen. Die Einlagenflucht bei den kleinen Instituten stabilisiert sich, und es gibt weniger Zuflüsse von Banken in Geldmarktfonds. Auch die europäischen Vermögenspreise zeigen weniger Volatilität. Die Anleger sehen die Krise in guten Händen.

Sind die grundlegenden Probleme also überwunden?
Die Finanzmärkte und die Weltwirtschaft müssen sich noch immer an die strengeren monetären und finanziellen Bedingungen anpassen. Diese Anpassung ist jedoch nicht einfach, da wir seit langem an sehr niedrige Zinsen gewöhnt sind. Dies

«In den USA hat sich das Rezessionsrisiko definitiv erhöht. Die Banken werden die Kreditvergabe einschränken.»

zeigte sich bei der Haushaltskrise im Vereinigten Königreich im vergangenen Oktober. Auch die Silicon Valley Bank und andere Geldhäuser waren gezwungen, auf Basis der höheren Zinsen Anpassungen vorzunehmen, die zuvor nur schrittweise vonstattengingen. Die Erscheinungsformen sind unterschiedlich, aber die Ursache – das zugrundeliegende Problem – ist so ziemlich die gleiche. Wir haben immer noch einen geldpolitischen Straffungsprozess, der wahrscheinlich noch mehr Schaden anrichten wird.

Warum haben sich die Märkte beruhigt?
Im Moment geben die Makrodaten keinen Anlass zu akuter Sorge. Die Volkswirtschaften der USA und Europas sind nicht so schwach, dass wir eine unmittelbare Rezession befürchten müssten. Die Inflation läuft auch nicht aus dem Ruder, aber sie hat sich bisher auch nicht wesentlich verlangsamt.

Beobachter befürchten jedoch eine Kreditklemme, insbesondere in den USA, die das Risiko einer Rezession erhöhen könnte.
In den USA hat sich das Rezessionsrisiko in diesem Jahr unserer Einschätzung nach definitiv erhöht, wir rechnen jetzt mit einer Wahrscheinlichkeit von etwa 55%. Das ist etwas höher als noch Anfang des Jahres im Vergleich zu unserem Basisszenario einer weichen Landung, und der Hauptgrund dafür liegt im Kreditkanal. Denn jetzt, da die Zinsen so stark gestiegen sind, werden die Banken die Kreditvergabe einschränken. Dies wird das Wachstum des Bruttoinlandprodukts um einen Prozentpunkt dämpfen und die USA in diesem Jahr nahe an die Nullgrenze bringen.

Welche Sektoren sind besonders anfällig für das Risiko einer Kreditklemme?

BILD: ZVG

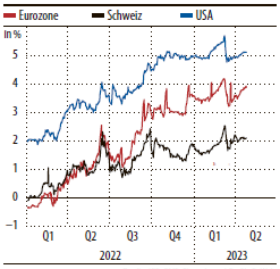
«Der Markt für Gewerbeimmobilien in den USA befindet sich im Auge des Sturms.»

Am offensichtlichsten sind dies die zinssensiblen Sektoren, und keiner ist zinsempfindlicher als der Immobiliensektor. Und hier richten sich alle Augen auf den Markt für Gewerbeimmobilien. Auch in Europa gibt es einige Schwachstellen, aber im Grunde genommen befinden sich die USA hier im Auge des Sturms. Was die US-Wirtschaft im Moment über Wasser hält, ist der starke Arbeitsmarkt. Die US-Konsumenten stützen das Wachstum, selbst wenn sich die Spannungen bei den Gewerbeimmobilien und dem Wohnungsbau verschärfen sollten. Irgendwann wird es wahrscheinlich zu Arbeitsplatzverlusten kommen, und die Arbeitslosenquote wird steigen. Dann werden Wirtschaftssektoren wie der Einzelhandel stärker unter Druck geraten.

Wie gehen Ihre Kunden mit der erhöhten Unsicherheit der jüngsten Zeit um?
Die Kunden sind generell viel vorsichtiger geworden, wenn sie Risiken eingehen. Aber wenn alle vorsichtig sind und die makroökonomischen Daten und die Unternehmensgewinne nicht unbedingt schlecht ausfallen, dann steigt der Markt, eine Rally setzt ein, oder die Volatilität geht zurück. Es ist jedoch vernünftig, dass die Investoren versuchen, in höherwertige Anlagen umzuschichten und die Laufzeiten ihrer Anleihen etwas zu verkürzen.

Sind auch die Zinsaussichten wieder unsicherer geworden?
Die Zentralbanken, insbesondere das Fed, werden die Zinsen wahrscheinlich kontrollierter anheben. Wenn man sich die Markterwartungen für den finalen Leitzins ansieht, waren sie vor der Minikrise viel höher als das, was die Marktteilnehmer vorwegnehmen. Wir haben jetzt eine andere Art von Unsicherheit – nämlich wie lange die Zinsen hoch bleiben –, die harmloser ist als die grosse Unsicherheit des vergangenen Jahres. Damals wusste niemand, wie weit die Zinsen steigen müssten, um die Inflation einzudämmen. Mittlerweile sind die Zinserhöhungen aber schon weit fortgeschritten.

Erwartete Finalleitzinsen



Quelle: ICE, CME, Bloomberg / Grafik: FuW, lz

Wird die Erwartung sinkender Zinsen in den USA dieses Jahr verschwinden?
Das ist die entscheidende Frage, ob es in den USA zu Zinssenkungen kommen wird. Und ob sie so schnell geschehen werden, wie es in Rezessionen üblich ist. Oder werden die Zinsen noch länger auf einem hohen Niveau bleiben? Wir rechnen damit, dass das Fed die Zinsen gegen Jahresende senken muss. Das Ausmass wird davon abhängen, welchen Schaden die Kreditklemme und die allgemeine Straffung der Geldpolitik anrichten werden. Die Ungewissheit über die Anhebung der Schuldenobergrenze durch die US-Regierung könnte ebenfalls mehr Stress an den Märkten auslösen. Letztlich könnte all dies zu weiteren Zinssenkungen gegen Ende des Jahres führen. Es ist sehr hilfreich, dass sich die wichtigsten Komponenten der Gesamt- und der Kerninflation zu stabilisieren beginnen.

Aber die Kernraten, die Energie und Nahrung ausklammern, steigen in den USA und Europa doch weiter?
Ja, in den USA erweisen sich die Preise für Dienstleistungen ohne Wohnkosten als besonders hartnäckig. Dies liegt primär am Arbeitsmarkt. Die Inflation für Dienstleistungen ist eng mit der Entwicklung des Lohnwachstums in den USA verknüpft. In dem Masse, in dem Zinserhöhungen die Arbeitslosigkeit erhöhen, wird sich dies aber von selbst erledigen.

Wie sieht es in Europa aus?
Hier ist die Kerninflation insgesamt sehr hoch und hartnäckig. Die jüngsten Zahlen sind immer noch nahe dem höchsten Stand in diesem Zyklus. Die Europäische Zentralbank kann ihre Botschaft der Straffung noch nicht abschwächen. Einige Mitglieder des EZB-Rates deuten sogar an, dass sie die Geldpolitik noch mehr straffen müssen.

Und das ist ein Problem?
Ja, denn die Wirtschaft des Euroraums war viel schwächer als die Wirtschaft der USA, als die Straffung begann.

Wo sehen Sie den finalen Satz für den Leitzins in der Eurozone?
Der Zinsgipfel für den Einlagensatz der EZB wird von derzeit 3% noch auf 3,5% steigen, aber die Erwartungen des Marktes liegen etwas darüber. Wir sind jedoch der Meinung, dass die Wirtschaft der Eurozone keine sehr hohen Zinsen vertragen kann. Die gestiegenen Energiepreise führen bereits zu einer Lebenshaltungskostenkrise. Hinzu kommt die hohe Verschuldung. In Ländern wie Italien hemmt sie das Wachstum. Auch Nordeuropa dürfte aufgrund höherer Zinsen anfällig werden. Gewerbeimmobilien könnten beispielsweise in einigen Ländern wie Luxemburg, den Niederlanden und sogar Deutschland ein Problem werden. Ausserdem gibt es immer noch Unsicherheitsfaktoren, wie die politischen Unruhen in Frankreich.

Wo sollten Anleger in diesem Umfeld erhöhter Unsicherheit investieren?
Es gibt viele interessante Möglichkeiten bei festverzinslichen Anlagen, denn die Renditen sind wieder gestiegen, vor allem bei Unternehmensanleihen. Europäische Hochzinsanleihen zum Beispiel rentieren um die 6 oder 7%. Das ist viel attraktiver als noch vor ein paar Jahren. Auch im Vergleich zu Aktien sind festverzinsliche Wertpapiere für mittel- bis langfristige Investoren viel interessanter geworden. Die Weltwirtschaft schwächt sich ab. Die zehnjährigen Renditen in Deutschland und den USA werden sich daher sicherlich stabilisieren und schliesslich sinken. Gleichzeitig werden die Risikoprämien für Unternehmensanleihen steigen, auch wenn dies wahrscheinlich volatil sein wird. Bei Aktien hingegen werden die Renditen im Falle einer Abschwächung viel stärker von Rezessionsrisiken beeinflusst.

INTERVIEW: ANDRÉ KÜHNLENZ

Markttechnik

ABB und Nestlé

Das Finanzgewerbe betont zwar immer wieder, dass es bei einer Aktie um eine langfristige Anlage geht. Der grösste Aufwand wird jedoch für kurzfristig wirksame Informationen betrieben. Aber Hand aufs Herz: Können Sie im Chart kursmässig eine Relevanz der verschiedenen Quartalsresultate oder anderer News erkennen? Zu sehen ist aber, dass die Preisentwicklung verschiedene Phasen durchläuft, die auf jeden Fall Aufmerksamkeit verdienen.

Die Aktie von ABB hat im letzten Jahr eine grosse Korrektur durchlaufen. Erkennbar ist eine Korrektur am entsprechend strukturierten Kursverlauf. Diese Strukturen lassen verschiedene weitere Folgerungen zu, beispielsweise betreffend des Korrekturtiefs, aber auch des Marktverhaltens während der nachfolgenden Phase. Vorhersagen sind nicht möglich, aber sachliche Einschätzungen. Diese ermöglichen dem Investor ein der Chancenlage angemessenes Verhalten. Der Übersicht halber unterscheide ich dabei zwischen Taktik und Strategie.

Timing ist erfolgsrelevant

Für die Aktie von ABB sehe ich eine Kaufstrategie vor. Wenn ich diese noch nicht angewandt hätte, würde ich aus taktischen Gründen aber jetzt davon absehen. Wie der Chart beweist, ist Timing erfolgsrelevant. Wahrscheinlich trägt die Ende Dezember gestartete Aufwärtsbewegung nicht mehr so weit, dass man die Performance der ABB-Aktien durch eine kurzfristige Kaufaktion erhöhen könnte – im Gegenteil.

Die Daten der von Ende Januar bis Ende März durchlaufenen Konsolidierung weisen ein noch vorhandenes kurzfristiges Aufwärtspotenzial aus, das nicht über 34 Fr. hinausreicht. Danach dürfte die Ende September gestartete Aufwärtsbewegung eine Pause einlegen. Dort wird sich dann jene Gelegenheit bieten, der jetzt gerade einige Investoren um jeden Preis nachrennen.

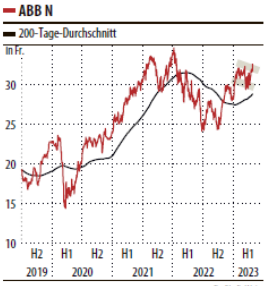
Korrektur noch nicht vorbei

Die CS-Vertrauenskrise hat auf den Aktienmärkten gelastet, Mitte März wurde sie gelöst. Die Aktie von Nestlé hat im gleichen Ausmass wie der SMI davon profitiert. Da kommen wir schon zum wichtigen Punkt: Für mich muss eine Aktie (nicht die Firma dahinter) herausragende Kaufargumente liefern. Wenn sich eine Aktie nicht in einer herausragenden Konstellation befindet und nicht besser als der Index performt, dann kann ich genauso gut diese oder irgendeine andere Aktie kaufen.

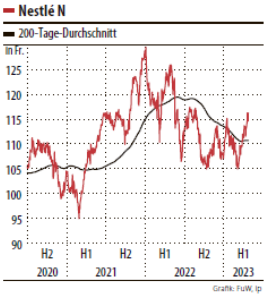
Bei der Aktie von Nestlé ist genau dies der Fall, deswegen lautet meine Strategie da bis auf Weiteres «ignorieren». Wir können uns dennoch überlegen, mit welchen Winkelzügen die Nestlé-Aktie meine Haltung ändern könnte. Sie müsste mich davon überzeugen, dass ihre am 4. Januar 2022 gestartete Korrektur tatsächlich schon zu Ende ist. Gegenwärtig habe ich diesbezüglich nämlich noch Zweifel, die auch bei wohlwollendem Blick nicht verschwinden. Die Nestlé-Aktie könnte sich in einer zeitlich gedehnten Korrektur befinden, die sich noch über weitere Quartale erstreckt und seit März jetzt einfach mal eine Pause macht. Kein Problem. Es muss nicht Nestlé sein, Alternativen sind vorhanden.

ROLAND VOGT, www.invest.ch/fuw

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



Grafik: FuW, lp



Grafik: FuW, lp

Meinungen zur Börsenlage

Private Credit

Der Markt für Privatkredite verzeichnet seit Jahren ein rasantes Wachstum. Zwar bieten inzwischen auch traditionelle verzinsliche Instrumente wieder eine höhere Rendite. Private Credit lockt aber trotz Zinswende weiterhin mit einer Renditeprämie. Gleichzeitig hat die Anlageklasse auch defensive Qualitäten. In der Regel handelt es sich um erstrangige Darlehen, die an der Spitze der Kapitalstruktur stehen und vor anderen Gläubigern bedient werden. Im Gegensatz zu High-Yield- und Investment-Grade-Anleihen enthalten die Darlehensverträge für Privatkredite zudem oft Verpflichtungen zur Einhaltung von Finanzkennzahlen. Die Vorteile von Private Credit sind naturgemäss nicht kostenlos zu bekommen. Neben höheren (Produkt-)Kosten betrifft dies insbesondere die tiefere Liquidität. **KAISER PARTNER PRIVATBANK**

Zinserhöhungen

Die hohe Inflation, steigende Zinsen und eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums bleiben unsere grössten Sorgen. Diese Entwicklungen schränken derzeit das Potenzial für eine weiche Landung ein. Dass die Aktienkurse in der Nähe von Allzeithöchst notieren, ändert nichts daran: Jeder Zinserhöhungszyklus des Fed endete mit einer Rezession oder einer Finanzkrise. Die Gewinnschätzungen für das Gesamtjahr scheinen immer noch zu optimistisch zu sein. Aber wir glauben auch, dass sich das laufende Quartal als widerstandsfähiger und besser erweisen könnte, als der Markt erwartet. Deshalb empfehlen wir nach wie vor eine neutrale Aktienallokation, allerdings mit einer Neigung zu defensiven und wertorientierten Titeln. Wir empfehlen derzeit für die Sektoren Energie, Gesundheit und IT eine Übergewichtung. **VT WEALTH MANAGEMENT**

Luxusgüteraktien

Das Ende der Null-Covid-Strategie hat die Hoffnungen auf eine starke konjunkturelle Erholung in China beflügelt. Viele Anlagestrategen haben entsprechend zu einem Übergewicht bei Schwellenländeraktien geraten. Die Kursentwicklung ist allerdings ernüchternd. Seit Jahresbeginn liegen sowohl der Hang Seng als auch der CSI 300 in Franken gerechnet im Minus. Ganz anders das Bild bei den Luxusgüterkonzernen: Die Aktien von Hermès (+38%), LVMH (+31%), Richemont (+26%) und Swatch Group (+16%) gehören zu den diesjährigen Überfliegern. Das Beispiel zeigt, dass es sich für Anleger lohnen kann, vom steigenden Konsum im Reich der Mitte indirekt zu profitieren. Nach der starken Performance gehen wir von einer Konsolidierung bei den Luxusgüteraktien aus. Die Titel von Swatch Group bleiben aber kaufenswert. **RAIFFEISEN SCHWEIZ**