«Geldmarktanlagen sind derzeit attraktiv»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT MARC BRÜTSCH Der Chefökonom von Swiss Life gibt Entwarnung in Sachen Inflation und erwartet von der Schweizerischen Nationalbank keinen weiteren Zinsschritt.

Herr Brütsch, die US-Konsumentenstimmung hat im Juni ein Siebzehnmonatshoch erreicht. In der Eurozone und im Vereinigten Königreich ist die Zuversicht auch klar gestiegen. Wie schlimm kann denn eine Rezession ausfallen?
Die Besonderheit dieses Konjunkturzyklus liegt darin begründet, dass der Arbeitsmarkt, sei es in den USA oder in Europa, von dem Abschwung bis anhin nicht betroffen ist. Die Robustheit des Jobmarktes stützt die Konsumnachfrage und die Fiskalbudgets der betroffenen Volkswirtschaften. Noch vor einem Jahr waren die Konsumenten durch grosse Ängste belastet, was beispielsweise die Energiesicherheit betrifft. Zudem zeigt sich, dass weite Teile der Wirtschaft, insbesondere auch in den USA, sehr widerstandsfähig sind gegenüber den gestiegenen Finanzierungskosten.

Dann sind die Rezessionssorgen, die uns auch die Zinsstrukturkurve seit geraumer Zeit vermittelt, übertrieben?
Bereits vor einem Jahr sprachen wir in unserem Hauptszenario von einer milden Rezession. Genau das zeichnet sich jetzt ab oder ist in einigen Teilen der Weltwirtschaft schon Realität. In Deutschland und in der Eurozone insgesamt spricht man bereits von einer technischen Rezession. Für die USA gehen wir ebenfalls von zwei Quartalen in Folge mit leicht negativem Wachstum aus. Allerdings schlagen diese Entwicklungen kaum mehr Wellen an den Märkten. Insofern hat uns die Zinsstrukturkurve gut vorbereitet.

Und wie sieht Ihre Wachstumsprognose für die Schweiz aus?
Für die heimische Wirtschaft gehen wir von einem Stillstand über die kommenden Quartale aus. Mit einer Rezession rechnen wir nicht. Doch auch hierzulande fehlen die ausschlaggebenden Wachstumsimpulse. Der Konsumbeitrag wird das Wachstum zwar weiterhin stützen, doch die Nachfrage wird auch ins Ausland exportiert.

Was heisst Export der Konsumnachfrage?
Die Schweizer reisen wieder mehr ins Ausland. Während der Pandemie hat der hiesige Tourismussektor davon profitiert, dass die Ferien im eigenen Land verbracht wurden. Doch diese Nachfrage fliesst jetzt zum Teil wieder ab.

Die Schweizer Haushalte wissen, dass Kostensteigerungen auf sie zukommen.
Das erklärt sicher auch eine gewisse Zurückhaltung. Mietzinssteigerungen, Mehrwertsteuererhöhungen, Preissteigerungen im öffentlichen Verkehr und natürlich die Krankenkassenprämien, die erneut anziehen.

Sie haben die gestiegenen Zinsen und Finanzierungskosten erwähnt. Noch vor kurzem wurde vielerorts über eine Kreditklemme spekuliert. Ist diese Bedrohung grösstenteils verschwunden?
Tatsächlich scheint sich gerade auch der Immobilienmarkt in den USA zu stabilisieren. Viele Kreditnehmer haben ihre Hypothek sehr langfristig festgezurrt, das ist ein grosser Unterschied zur Situation vor der globalen Finanzkrise 2008. Dadurch sind die Hypothekarnehmer weniger anfällig für den Zinserhöhungszyklus des Fed. Gemäss den Zahlen des US-Baubranchenverbands NAHB besteht auch kein Überangebot an Immobilien. Panikverkäufe gibt es nicht. Allerdings behalten wir die Kreditvergabe genau im Auge, auch diejenige an Unternehmen. Eine potenzielle Kreditkrise bildet das Kernstück unseres Risikoszenarios für die Weltwirtschaft.

Welche Daten behalten Sie genau im Auge, um abzuschätzen, ob sich doch noch eine Kreditkrise anbahnt?
Der Verband der kleineren und mittleren Unternehmen in den USA gibt monatlich die durchschnittlichen Finanzierungskosten für seine Mitglieder bekannt. Demnach liegen die Kreditkosten für ein dreimonatiges Darlehen derzeit bei 7,8%. Im April betrug der Zins noch 8,5%. Im Tief des Juli 2020 lagen die Kosten bei 4,1%. Nach dem Hoch in diesem Frühjahr ist somit etwas Entspannung zu erkennen. Anhand von Regressionsanalysen kann man daraus ableiten, dass die Ausfallraten der Unternehmen mit Verzögerung anziehen werden. Das Risiko ist somit noch nicht ganz gebannt. Insbesondere wenn das Fed Ernst macht und den Leitzins nochmals in zwei Schritten erhöht.

BILDER ZVG

«Die Konsumnachfrage der Schweizer fliesst wieder vermehrt ins Ausland.»

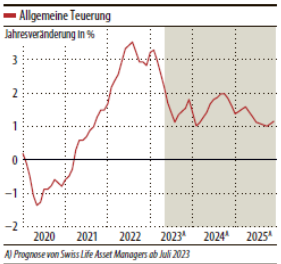
Ist es glaubhaft angesichts der schwächeren Inflationsdynamik, dass die Notenbanken noch mehr auf die Bremse stehen?
Das ist natürlich die Gretchenfrage, nicht zuletzt für die Finanzmärkte. In unserem Basisszenario gehen wir von einem weiteren Zinsschritt des Fed und der EZB aus. Die Notenbanken werden sich über den Sommer noch etwas Zeit kaufen, um die Preisdynamik weiter zu beobachten.

«Für die Schweizer Wirtschaft gehen wir nicht von einer Rezession aus.»

Dann erwarten Sie von der Schweizerischen Nationalbank keine Leitzinserhöhung mehr trotz der hawkischen Äusserungen des SNB-Präsidenten? Die allgemeine Teuerung lag im Juni bei 1,7% und damit auf Ziel.
Nein, wir erwarten keinen weiteren Zinsschritt der SNB. Um einer allfälligen Frankenstärke entgegenzuwirken, hat die SNB mit dem Wechselkursinstrument eigentlich ein wirksames Werkzeug. Mit den bereits erwähnten Kostensteigerungen dürfte die Inflation gegen Jahresende zwar nochmals etwas anziehen, aber nicht drastisch. Für das kommende Jahr erwarten wir die Teuerung im Schnitt bei 1,6%.

Swiss Life gehört zu den grössten privaten Immobilienbesitzern der Schweiz. Wie besorgt sind Sie hinsichtlich der Entwicklungen am Immobilienmarkt?
Wir erwarten wir keinen grossen Schaden am Immobilienmarkt. Im derzeitigen Umfeld haben institutionelle Investoren andere langfristige Anlagealternativen. Das gibt eine gewisse Dynamik, der Immobilienmarkt muss sich in ein neues Gleichgewicht einpendeln. Allerdings gibt es auch in der Schweiz kein Überangebot, weder bei Wohn- noch bei Büro- und Gewerbeliegenschaften. Als Immobilienbesitzer wird man durch Mietpreissteigerungen entschädigt für die mangelnde Aufwertung von Immobilien in den kommenden Jahren. Eigentümer profitieren bei kommerziellen Flächen durch die Indexierung des Mietzinses beziehungsweise den Mechanismus des Referenzzinses bei Wohnobjekten von einem gewissen Inflationsschutz.

Inflationsrate der Schweiz unter 2%



A) Prognose von Swiss Life Asset Managers ab Juli 2023

Quelle: Swiss Life / Grafik: FuW, sp

Festverzinsliche Anlagen sind wichtig für einen Versicherer. Wie positioniert man sich derzeit optimal im Anleihenmarkt?
Die bereits erwähnte Inversion der Zinsstrukturkurve führt dazu, dass Anlagen im Geldmarkt oder in kurzlaufende Staatsanleihen überaus attraktiv sind. Bei kurzen Laufzeiten bindet man sich nicht über Gebühr und verpasst keine Renditeopportunitäten, kann aber den weiteren Verlauf des Zyklus und der geldpolitischen Reaktion beobachten und dann in risikoreichere Anlagen einsteigen, wenn ein Teil der Unsicherheiten verschwunden ist.

Wie wird sich die Kurve über die kommenden zwölf Monate verschieben?
Für diesen Zeitraum erwarten wir erste Leitzinssenkungen der Notenbanken und eine Seitwärtsbewegung der Langfristzinsen vom aktuellen Niveau. Somit dürfte sich die Zinsstrukturkurve normalisieren und wieder einen steigenden Verlauf über die Laufzeiten einnehmen.

Ist ein Engagement in Unternehmensanleihen zu empfehlen?
Dort bevorzugen wir Bonds von Unternehmen mit Anlagequalität, weil eben die Ausfallraten gerade bei Gesellschaften niedriger Bonität steigen könnten. Das Verhältnis von Risiko und Rendite ist bei Investment-Grade-Bonds attraktiv. In dieser zyklischen Phase mehr Risiko einzugehen, sehen wir nicht als opportun.

Gilt das auch für Aktienanlagen?
Bei Aktien sind wir neutral positioniert. Vom MSCI World erwarten wir langfristig eine durchschnittliche Jahresrendite von 6%. Die Gewinnerwartungen sind sogar noch gestiegen. Viele Unternehmen waren in der Lage, die gestiegenen Kosten auf die Konsumenten zu überwälzen, die Margen haben nicht so gelitten wie ursprünglich befürchtet. Was uns vorsichtig stimmt, sind die Bewertungen. US-Aktien sind besonders teuer, aus fundamentaler Sicht sind japanische Valoren interessant.

Sehen Sie Chancen in Schwellenländern?
China hatte zu Beginn des Jahres grosse Erwartungen geweckt, als Wachstumslokomotive für die Weltwirtschaft in Gang zu kommen. Diese Hoffnungen haben sich nicht erfüllt. Was China momentan am meisten exportiert, ist wahrscheinlich die Disinflation, da die Rohstoffnachfrage des Landes schwächelt. Wir finden dagegen das Konzept spannend, dass nicht mehr nur in China investiert, sondern das Geschäft in andere Schwellenländer diversifiziert wird. Diese sogenannte China-Plus-One-Strategie kommt auch dadurch zum Tragen, dass die Lieferketten seit der Pandemie redundanter aufgebaut werden. Länder wie Indien, Vietnam oder Mexiko profitieren insbesondere von dieser Verlagerung von Produktionsstätten.

Kommen mehr Touristen aus China?
Die Hotelübernachtungszahlen liegen noch immer zwei Drittel unter dem Vorpandemieniveau. Die grosse Reiselust ist noch nicht zurück und wird von den chinesischen Behörden durch die Visavergabe erschwert.

INTERVIEW: SYLVIA WALTER

Markttechnik

Swiss Market Index

Wer den SMI oder ein Derivat davon kauft, zahlt den Preis in Franken. Es ist ein einfacher Tausch von Geld gegen Ware. Vor ein paar Wochen hörte ich in einem Börsenbericht im Radio, dass der Franken gegenüber dem Euro um rund 1 Rappen gestiegen sei. Und im nächsten Satz erfuhr der Hörer, dass der SMI um 112 Punkte gesunken sei, weil der stärkere Franken die schweizerische Exportwirtschaft belaste.

Wer glaubt, dass der SMI in Punkten abgerechnet wird, dem ist natürlich die Überlegung fern, dass eine starke Währung im Supermarkt auf die Preise drückt und auch auf den Index die gleiche Wirkung hat. Beim SMI, dem Dax und dem Nasdaq sind Währungen im Spiel. Um korrekt zu vergleichen, muss die Währungsbasis zwingend angeglichen werden. Sicher belastet eine stärkere Währung künftig die Exportwirtschaft. Den SMI belastet sie jedoch sofort und auf direkte Weise.

Dax oder SMI in Euro

Viele Schweizer Investoren blicken derzeit neidvoll gegen Norden. Beim SMI klemmt es, während vom Dax Rekorde vermeldet werden. Der Kauf des SMI kann auch gegen Euro erfolgen. Der Preisverlauf hinkt dem des Dax dann nicht mehr weit hinterher. Die beiden Charts zeigen, wie gross der Währungseffekt in Wirklichkeit ist. Wenn wir uns mit der Zukunftsperspektive des SMI befassen, ist dieser Effekt also auf jeden Fall zu beachten.

Der SMI notiert gegenüber dem Franken praktisch auf gleichem Niveau wie während der letzten Woche vor der Coronapandemie. Herausragende Handlungsopportunitäten gibt es während Extremmomenten. Seit Mai 2021 haben sich diese am Rand eines rund ±10% breiten Handelsbands gefunden. Gegenwärtig befindet sich der SMI da mittendrin, und Anzeichen für ein Aufbrechen dieser Range sind nicht zu erkennen.

Was tun? Ich sehe gewisse Chancen, dass es der SMI über die kommenden Monate noch an den oberen Rand schaffen könnte. Dort wäre er, nach allem, was ich heute sehen kann, dann ziemlich teuer.

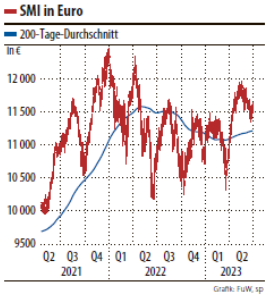
Warten kann lukrativ sein

Vergleichsweise teuer ist der SMI ohnehin schon, weil man als Investor ins Risiko geht, dafür aber wegen des geringen Preismomentums wenig Spektakel bekommt. Dazu darf man sich auf jeden Fall grundsätzliche Überlegungen machen. Ein Entscheid ist immer eine Frage der verfügbaren Alternativen sowie des Zeitdrucks.

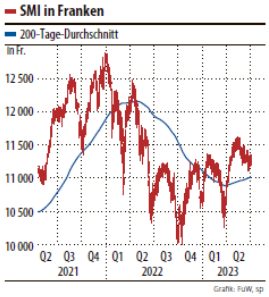
Niemand wartet gern. Warten kann allerdings äusserst lukrativ sein, weil es die Möglichkeit des groben Timings überhaupt erst nutzbar macht. Die besten Kaufchancen kommen dadurch zustande, dass sie die wenigsten nutzen können und der Warenverkauf dann nur unter grossen Abschlägen möglich ist. Ich gehe davon aus, dass auf einen solchen Moment noch etliche Monate gewartet werden muss.

ROLAND VOGT, www.invest.ch/fuw

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



Grafik: FuW, sp



Grafik: FuW, sp

Meinungen zur Börsenlage

ABB, Microsoft

Die Nachfrage nach industrieller Automatisierung soll laut Prognose von Experten weiter rund 9% pro Jahr zunehmen. Automatisierung – der Einsatz von Maschinen, Software oder Robotern, um Arbeitskräfte zu ersetzen oder zu ergänzen und Prozesse effizienter zu gestalten – spielt eine entscheidende Rolle für die Wettbewerbsfähigkeit. Treiber sind der Mangel an Arbeitskräften, das Stagnieren der Globalisierung, der Bedarf an resilienten Lieferketten sowie Investitionen bspw. in Batterietechnikkapazität. Gleichzeitig kommen Cobots – die Zusammenarbeit zwischen Menschen und Robotern – immer mehr zum Einsatz und bringen Vorteile bei relativ geringen Anfangsinvestitionen. Für Investoren werden Anlagemöglichkeiten in Unternehmen interessant, die in diesen Bereichen aktiv agieren, wie beispielsweise ABB, SAP, Siemens und Microsoft. **BANK CLER**

Novo Nordisk

Nach der ersten Jahreshälfte mit schönen zweistelligen Kurssteigerungen ist es sicher kein Fehler, sich mit Gewinnmitnahmen zu befassen. Es sind viele oder zu viele positive News in den Aktienkursen enthalten. Gut entwickeln sollten sich Google/Alphabet, Novo Nordisk und BWK. Die Fundamentaldaten für Kommunikationsdienstleister sind aufgrund der sich stabilisierenden Wirtschaftsdaten weniger negativ geworden – Google ist für uns erste Wahl. Im Bereich Gesundheit bleibt das Wachstum der Auftragseingänge robust, und die Investitionen im Verhältnis zum BIP liegen weit unter den historischen Höchst. Wir mögen die Aktien von Novo Nordisk. Im Energiebereich setzen wir auf BWK. Höhere abgesicherte Strompreise sorgen für eine operative Hebelwirkung. Im Dienstleistungsgeschäft erwarten wir eine Steigerung des Betriebsgewinns (Ebit). **VT WEALTH MANAGEMENT**

KI-Revolution

Die künstliche Intelligenz ist auf dem Vormarsch und wird die (Arbeits-)Welt deutlich verändern. Zwar dürften durch die KI-Revolution einige Arbeitsplätze verloren gehen. In der Summe könnte sie aber neue Tätigkeitsprofile sowie mehr Arbeitsplätze schaffen. Auf jeden Fall dürften Sprachmodelle wie ChatGPT die Arbeit von Finanzjournalisten und Analysten erleichtern. Sie sind inzwischen nämlich so gut, dass sie eines der grössten sprachtechnischen Rätsel der Finanzwelt entziffern können: die Kommunikation der US-Notenbank bei ihren Zinsentscheiden. Bereits das Modell ChatGPT-3 war in der Lage, die Feinheiten des «Fed-Speak» zwischen taubenhaft (dovish) und falkenhaft (hawkish) ähnlich gut wie der Mensch zu interpretieren. Die neuesten Sprachmodelle geben auch eine menschenähnlich gute Begründung für ihre Interpretation der Notenbankersprache ab.

KAISER PARTNER PRIVATBANK