

«Anleihen sind endlich wieder attraktiv»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT DAVID KOHL. Der Chefökonom der Bank Julius Bär empfiehlt, im derzeitigen Umfeld hoher Zinsen auf Anleihen zu setzen und bei Aktien auf Tech-Unternehmen.

Seit anderthalb Jahren heben die Notenbanken die Leitzinsen an. Obwohl die Inflationsraten deutlich gesunken sind, ist die erhoffte Zinswende nach unten ausgeblieben. David Kohl rechnet damit, dass sie noch länger auf sich warten lassen, und erläutert, wie Anleger damit umgehen sollen. Er ist seit drei Jahren Chefökonom der Bank Julius Bär. Kohl studierte in Heidelberg politische Ökonomie und hält einen Master in Wirtschaftswissenschaften der Universität Glasgow.

Herr Kohl, aus den USA treffen gegensätzliche Signale ein. Wie wird sich die US-Konjunktur entwickeln?

Die amerikanische Wirtschaft verkraftet die hohen Zinsen und die straffe Geldpolitik des Federal Reserve überraschend gut. Die Privathaushalte sind gering verschuldet, und es herrscht Wohlstand. Die Mehrheit der Haushalte besitzt eine Immobilie und profitiert davon, dass die Preise von Wohneigentum nicht gesunken sind. Gleichzeitig sind diese Immobilienkauf mit Schulden belastet und fast abgekauft. Für die Konjunktur ist das ein stabilisierender Faktor, denn die Konsumbereitschaft ist ungebrochen. Nur auf der Unternehmensseite ist die Lage kritisch: Kleine und mittlere Gesellschaften kämpfen mit höheren Arbeitskosten und hohen Kreditzinsen.

Was bedeutet das für die Inflation?

Ein grosser Teil der Inflation war auf das grosse Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage zurückzuführen. Die Teuerung ist nun aber ähnlich rasch gefallen, wie sie 2021/22 gestiegen war. Allerdings wird sie kaum mehr unter 2% zurückfallen. Der Mittelwert dürfte leicht darüber liegen.

Wird die Notenbank daraufhin die Zügel nochmals straffen?

Wir erwarten keine weitere Leitzinserhöhung in den USA. Aber das Fed wird die Zinsen lange auf dem derzeitigen Gipfel halten und die Leitzinsen erst im September 2024 senken.

Welche Rolle spielt China künftig für die Weltwirtschaft – Motor oder Bremse?

Was die Stimmung betrifft, wird China eine Bremse sein. Es ist wenig wahrscheinlich, dass Peking die Wirtschaft stimuliert oder politisch stützt. Übertragend sind die Probleme im Immobiliensektor: Die Verschuldung der privaten Haushalte ist hoch, und diese Schulden sind meist mit einem Vermögenswert besichert, dessen Preis sinkt. Der Staat könnte einspringen und entweder die Schulden übernehmen oder versuchen, die Preise dieser Vermögenswerte zu stützen. Beides scheint die chinesische Regierung abzulehnen. Stattdessen setzt sie auf den Faktor Zeit. Der Befreiungsschlag, auf den die Investoren weltweit hoffen, bleibt somit aus.

Wird die Europäische Zentralbank die Zinsen noch anheben?

Die EZB hatte das in Betracht gezogen, ist jetzt aber angesichts des deutlichen Rückgangs der Inflation fast erleichtert, es nicht tun zu müssen. Die europäische Wirtschaft kommt mit dem erhöhten Zinsniveau weit weniger gut zurecht als die amerikanische. Das ist darauf zurückzuführen, dass die Privathaushalte fiskalpolitisch nicht so kräftig unterstützt worden sind wie in den USA. Auch ist die Vermögenslage schlechter. Und Europas Wirtschaft ist enger mit China verbunden als die USA.

Heisst das, dass die EZB die Zinsen schon bald herabsetzt?

Die Inflation bewegt sich in die richtige Richtung. Und tatsächlich ist wegen der schwachen Konjunktur der Druck, die Zinsen zu senken, grösser als in den USA. Unser Vertrauen darin, dass die Euroährungsstabilität das auch so sehen, ist allerdings gering. Wir rechnen mit einer ersten Zinssenkung der EZB erst für Juli, also nur zwei Monate vor dem Fed.



David Kohl: «Die Anleihenrenditen liegen höher als das Wirtschaftswachstum.»

Die EZB und andere Notenbanken kürzen ihre Bilanzen. Wird diese quantitative Straffung die Marktzinsen kommenden Jahr nach oben treiben?

Die Rückführung der Bilanz ist mehr oder weniger irrelevant für die Marktzinsen. Notenbanken wie die EZB und das Fed gehen bei der quantitativen Straffung ihrer Geldpolitik nur sehr langsam vor. Nicht weil sie die Anleihenpreise steuern möchten, sondern sie handeln so vorsichtig, weil sie nicht sicher sind, wie viel Liquidität der Bankensektor benötigt. Denn die Lage ist unberechenbar geworden, nachdem viele Vorschriften für die Liquiditätshaltung geändert worden sind. Darüber hinaus verfügen die Notenbanken über genügend Zinsinstrumente, um die Liquidität zu steuern, womit die Bedeutung der quantitativen Massnahmen nachlässt.

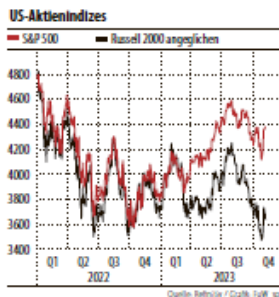
«Die Schweizerische Nationalbank befindet sich in einer beneidenswerten Lage.»

Was bewegt den Anleihenmarkt?

In erster Linie die Konjunktur. Je besser sie ist, desto höher sind die Anleihenrenditen. Die Kurse von Anleihen werden aber auch davon getrieben, wie viele Titel auf den Markt kommen. Der Emittent hat einen grösseren Einfluss auf den Preis als der Käufer. Das zeigte sich in den USA kürzlich, als das Schatzamt seinen Emissionsplan vorlegte und die Absicht mitteilte, sich eher in kürzeren Laufzeiten zu verschulden, worauf die Rendite für zehnjährige US-Staatsanleihen deutlich nachgab. In Europa ist das bisher noch nicht so ausgeprägt. Aber auch hier wird es zunehmend wichtig werden, was für ein Budget Italien oder Frankreich vorlegen oder wie die europäischen Defizit- und Schuldenregeln in Zukunft angewendet werden.

Welche Anlageklasse ist im Vorteil?

Anleihen sind inzwischen äusserst attraktiv. Die Renditen liegen höher als das



nominale Wirtschaftswachstum, was nicht häufig vorkommt und auch nicht von Dauer sein wird. In den USA werden Renditen von knapp 5% gezahlt, während das Bruttoinlandsprodukt als Mass für die gesamtwirtschaftliche Ertragskraft nominal knapp 4% wächst. Wenn der Coupon einer Anleihe hoch ist, kann sie im Kurs stärker schwanken, ohne dass ein Verlust eingefahren wird. Vergangenes Jahr hätte das Zinsniveau in den USA nur 0,2 Prozentpunkte steigen dürfen, dann wären Anleger mit einer zehnjährigen Staatsanleihe in der Verlustzone gewesen. Heute passiert das erst ab einem Anstieg um 0,6 Prozentpunkte, also dem Dreifachen. Anleihen bieten endlich wieder das optimale Risikoprofil im Portfolio. Sie sind ein Puffer. Im Falle einer Rezession sinken die Zinsen, und die Anleihenpreise steigen. Wenn das Zinsniveau nahe null liegt, ist das schwierig. Nun ist aber wieder Spielraum vorhanden, auch in deutschen Bundesanleihen.

Wie positioniert man sich in Anleihen?

Man sollte Anleihen mit guter Bonität bevorzugen. Was die Laufzeit betrifft, beispielsweise bei Staatsanleihen, so lohnt es sich derzeit noch nicht, möglichst lange Fristen zu wählen. Man erzielt keinen zusätzlichen Ertrag, wenn man sich länger bindet als auf drei oder fünf Jahre. Der Wechsel lohnt sich erst, wenn es relativ sicher ist, dass die Zinsen sinken und sich die Konjunktur abschwächt. Das ist vermutlich erst im Verlauf von 2024 der Fall.

Wo liegen bei Aktien die Opportunitäten?

US-Aktien sind im Vorteil. Man sollte bei der Aktienauswahl aber nicht so sehr nach bestimmten Branchen Ausschau halten, sondern auf die finanzielle Verfassung der einzelnen Aktiengesellschaft achten. Die Zinsentwicklung ist entscheidend, und hier sind Unternehmen mit einer soliden Finanzlage im Vorteil. Derzeit sind das vor allem Titel im Tech-Bereich. Sie haben extrem gesunde Bilanzen und einen hohen Cash-Bestand. In einem Umfeld hoher Zinsen beschert ihnen das substanziale Zinsentkäfte. Die Aussichten für die einzelnen Indizes sind aber unterschiedlich.

Für welchen US-Aktienindex ist der Ausblick gut?

Im Fall des S&P 500 ist die Situation noch positiv, weil viele dort vertretene Unternehmen, die Fremdkapital aufgenommen haben, langfristig finanziert sind. Aber im Segment mit kleineren Gesellschaften, also beispielsweise im Russell 2000, ist die Lage schwieriger: Etwa 80% der Unternehmen sind verschuldet und müssen sich nächstes Jahr refinanzieren. Das wird für sie eine finanzielle Herausforderung.

Wie wird sich der Franken entwickeln?

Die Schweizerische Nationalbank befindet sich in einer beneidenswerten Lage. Sie hat wirklich alle Instrumente in der Hand, um den Franken stabil zu halten. Sie muss dazu nicht einmal die Zinsen verändern, sondern braucht einfach nur ihre Devisenreserven zu steuern. Die Nationalbank wird diesen Spielraum nutzen und den Franken stabil halten.

Wird der Franken so stark, dass es ein Risiko darstellt?

Davon sind wir noch weit entfernt. Die Furcht, dass eine Währung zu stark ist, existiert in einer Welt, in der es zu wenig Nachfrage gibt und zu viel produziert wird, sodass man immer wettbewerbsfähig sein möchte. Die Vorzeichen haben inzwischen gedreht. Eine starke Währung kann dabei helfen, den Inflationsschub zu dämpfen. Vergangenes Jahr hat die Schweizer Tourismusindustrie vom starken Franken sogar profitiert. Dank ihm kamen ausreichend Arbeitskräfte aus dem Ausland, die in der harten Währung bezahlt werden wollten. Die Anbieter konnten so Angebotsengpässe überwinden und die Nachfrage befriedigen.

INTERVIEW: ANDREAS NEINHAUS

Markttechnik

Zum Glück gibt es den Nasdaq 100

Es heisst, ein Bild sage mehr als tausend Worte. Das trifft in der technischen Analyse nur sehr bedingt zu. Entscheidend ist nämlich nicht der einzelne Chart, sondern der Kontext, in welchem sich ein Objekt entwickelt. Es müssen sich jeweils mehrere Verläufe zu einer sich gegenseitig bestätigenden Erzählung zusammenfügen.

Die Erzählung heute ist die gleiche wie vor sechs Monaten, als ich letztmals in diesen Spalten den Nasdaq 100 behandelte. Sie ist eine äusserst günstige für diesen Index.

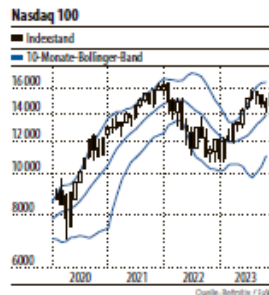
Das grosse Bild

Lassen Sie mich versuchen, in der gebotenen Kürze das grosse Bild zu zeichnen. Jenes, das an den Aktienmärkten dominiert, ist das der Heterogenität.

Die Trends der Konstituenten der Indizes verlaufen sehr unterschiedlich: Einige weisen positives Kursmomentum auf, andere negatives, und noch einmal andere Titel verlaufen mehr oder weniger seitwärts. Die Marktbreite schwankt stark. Das führt dazu, dass die kleineren Indizes, je nach Zusammensetzung, eine hohe relative Stärke oder relative Schwäche zu den breiten Indizes aufweisen.

Das wiederum hat die Konsequenz, dass der S&P 500 relativ stark ist gegenüber MSCI Welt, Wilshire 5000, S&P 1000 und S&P 900, also zu lauter Indizes mit mehr Konstituenten als der S&P 500. Gleichzeitig aber ist er relativ schwach zum S&P 100.

Der S&P 100 ist dementsprechend stark zum S&P 500, aber schwach zum Nasdaq 100. Der Nasdaq Composite ist



Meinungen zur Börsenlage

Roche

Roche hatte einige Forschungsmisserefolge zu verzeichnen und leidet unter dem Nachfrageeinbruch bei Covid-Tests. Trotzdem wuchs Roche im dritten Quartal 7% und verzeichnete in der mageren starken Pharmadivision erstmals seit Jahren zweitstellige Wachstumsraten. Der Patentverfall der drei grossen Krebsmedikamente (Avastin, Herceptin, Rituxan) sowie die Covid-Tests verlieren an Bedeutung. Roche wird ab 2024 zu zweitstelligem Wachstum zurückfinden. Das Unternehmen wetzt mit Forschungsausgaben von 14 Mrd. Fr. pro Jahr branchenweit einen der höchsten Werte auf und besitzt mit über 140 Wirkstoffen in verschiedenen Zulassungsphasen eine ausgezeichnete Pharmapipeline. Die Kombination von Pharma und Diagnostik ist einzigartig, dazu kommt die klare Marktführerschaft im Bereich personalisierte Medizin. Roche wird vom Markt massiv unterschätzt und gehört zu unseren Top-Favoriten unter den Schweizer Blue Chips. **BANK CIC SCHWEIZ**

Gesundheitssektor

Während der Index MSCI World in den vergangenen zwölf Monaten in Franken gerechnet 7% zulegen konnte, notiert der Index MSCI World Health Care mehr als 5% im Minus. Die steigenden Zinsen haben insbesondere den Biotech-Unternehmen sowie den hochbewerteten Medtech-Aktien stark zusetzt. Auch Pharmaunternehmen

stark relativ zum S&P 500, neutral zum S&P 100 und schwach zum Nasdaq 100.

Wahrscheinlich würde es Sie langweilen, wenn ich die Gegenüberstellungen weiterziehen würde, die für das vollständige Bild herangezogen werden müssen. Die vorgebrachten dürften ausreichen, um die Aussage zu untermauern, dass Präferenz vorherrscht für Grösse und die damit einhergehende Liquidität. Die breite Abdeckung durch fundamentale Analysten scheint ebenfalls eine Rolle zu spielen, und das Wachstum der Unternehmen auch.

Aber noch wichtiger als Wachstum ist Grösse. Das zeigt die relative Stärke des DJ US Large Cap Growth zu S&P 100 und Nasdaq 100, während der DJ US Midcap Growth zu allen dreien relativ schwach ist. Somit spiegelt der Markt die gleichen Präferenzen, die ich meiner Kolonne zum Nasdaq 100 am 17. Mai identifiziert hatte.

Praktische Umsetzung

Wenn man in einer solchen Phase ETF auf breite Indizes einsetzt, schleppt man damit nicht nur zu viele Aktien mit, die nicht gut laufen, sondern auch ein zu hohes Kapitalgewicht, das keinen Gewinnbeitrag leistet.

Setzt man auf kleine Indizes wie den SMI, dessen relativer Trend zu einer breiteren Messlatte – wie den DJ Stoxx Europe 600 oder den MSCI Welt – negativ ist, wird man lange auf einen Erfolg warten müssen. Ihre relative Schwäche hat nämlich die Ursache in der falschen sektoriellen Zusammensetzung und nicht in den Makrodaten der Region. Das zeigt zum Beispiel die relative Stärke des OMX Kopenhagen zu S&P 100, aber nicht zu Nasdaq 100, und die relative Schwäche des SMIM zu einem breiten Bouquet europäischer und anderer Indizes.

Mit einem ETF auf den Nasdaq 100 setzt man zu 75% auf amerikanische Technologie- und andere Wachstumsaktien, die im MSCI Welt nicht als IT-Titel geführt werden. Wenn es gute Gründe gibt, nicht auf ETF ausschließlich auf IT-Industrien zu bauen, so ist der Nasdaq 100 eine gute Wahl.

ALFONS CORTES, www.alfonscortes.com

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

Roche

Roche hatte einige Forschungsmisserefolge zu verzeichnen und leidet unter dem Nachfrageeinbruch bei Covid-Tests. Trotzdem wuchs Roche im dritten Quartal 7% und verzeichnete in der mageren starken Pharmadivision erstmals seit Jahren zweitstellige Wachstumsraten. Der Patentverfall der drei grossen Krebsmedikamente (Avastin, Herceptin, Rituxan) sowie die Covid-Tests verlieren an Bedeutung. Roche wird ab 2024 zu zweitstelligem Wachstum zurückfinden. Das Unternehmen wetzt mit Forschungsausgaben von 14 Mrd. Fr. pro Jahr branchenweit einen der höchsten Werte auf und besitzt mit über 140 Wirkstoffen in verschiedenen Zulassungsphasen eine ausgezeichnete Pharmapipeline. Die Kombination von Pharma und Diagnostik ist einzigartig, dazu kommt die klare Marktführerschaft im Bereich personalisierte Medizin. Roche wird vom Markt massiv unterschätzt und gehört zu unseren Top-Favoriten unter den Schweizer Blue Chips. **BANK CIC SCHWEIZ**

Pepsi und PG

Aufgrund historischer Daten könnten wir bis zum Jahresende für die Aktienmärkte optimistisch sein. In neun der vergangenen zehn Jahre gab es eine Jahresrendite. Die Chancen für dieses Jahr sind intakt, zumal die Unternehmensergebnisse grösstenteils positiv überraschen und der Druck für weitere Zinserhöhungen abnimmt. Mittelfristig aber ist Vorsicht angezigt. Die wirtschaftlichen Gefahren dürfen nicht unterschätzt werden. Das Risiko, dass es in den nächsten sechs bis zwölf Monaten zu einer Rezession oder einer Krise kommt, ist beträchtlich. Unsere bevorzugten Aktien sind Partners Group, Pepsi und CVS Health. Das Schweizer Finanzunternehmen Partners Group ist solide aufgestellt und sollte sich auch in einem schwierigeren Umfeld gut schlagen. Für die Getränkegruppe Pepsi sprechen die starke Marke und die Profitabilität. Die Gesundheitsgruppe CVS Health befindet sich auf einem schönen Wachstumspfad. **VT WEALTH MANAGEMENT**