

«Keine Angst, am Höchst anzulegen»

Mittwochsinterview mit Tilmann Galler Der Anlage- und Finanzmarktexperte von JPMorgan erwartet, dass der breite Aktienmarkt von KI profitiert.

Tilmann Galler ist globaler Kapitalmarktstrategie bei JPMorgan Asset Management in Frankfurt. Der Ökonom und Finanzanalyst ist verantwortlich für das dortige Research, das sich vornehmlich an private und institutionelle Kunden in Deutschland, Österreich und der Schweiz richtet. Bevor der 53-Jährige zu JPMorgan kam, war der einstige Aktienhändler sechs Jahre lang bei UBS Global Asset Management als Kundenportfoliomanager tätig.

Herr Galler, sind die Aktienmärkte allmählich überhitzt, oder laufen sie ohne Korrektur von einem Hoch zum nächsten? Anleger sollten die Angst ablegen, am Allzeithoch zu investieren. Es gibt dazu eine interessante Statistik, die belegt, dass Anleger, die seit den Siebzigerjahren an den jeweiligen Allzeithoch investiert haben, im Durchschnitt eine Performance in den darauffolgenden zwei Jahren von 20% einfahren konnten – bei den anderen waren es hingegen lediglich 18%. Neben diesen Erfahrungswerten sprechen das konstruktive Wirtschaftsumfeld und die dank Inflationsverlangsamung eröffneten Zinssenkungsspielräume für ein vorteilhaftes Umfeld für Aktien. Der Markt rechnet mit einem weiteren, hohen einstelligen Kursgewinn im Stoxx Europe 600 bis Ende 2024. Das scheint durchaus realistisch zu sein. Und klar, wird es zwischendurch immer wieder auch mal Rücksetzer geben.

Ist der Hype um künstliche Intelligenz und ihre Aktien gerechtfertigt? Vergleichbar mit anderen technologischen Revolutionen hat auch KI langfristig einen Riesenspotenzial. Und die Bereiche, die von KI profitieren, werden immer breiter gestreut: ob in der Forschung, in der Jurisprudenz, im Gesundheitswesen bis hin sogar zur Landwirtschaft. Dies eröffnet nicht nur den KI-Infrastrukturanbietern, sondern immer mehr auch den Anwendern Kurspotenzial. Die KI-Fortschritte werden sich vor allem im Dienstleistungssektor entfalten und dort Produktivitätsgewinne erbringen. In unseren Langfristprognosen haben wir den Produktivitätseffekt durch KI erstmals eingearbeitet. Unsere Schätzungen sind noch recht konservativ, aber es gibt durchaus Ökonomen, die bis zu einem Prozentpunkt an zusätzlichem Wachstumspotenzial für die Industrieländer ausgehen.

Und welche Aktienregionen präferieren Sie? Der Bewertungsunterschied der europäischen Aktien zu amerikanischen ist mittlerweile so gross, dass in Europa durchaus Nachholbedarf besteht. Der US-Markt weist zwar ein stärkeres Gewinnwachstum aus als Europa. Aber das ist eben zum Teil auch schon in den Kursen eskomptiert. Aus europäischer Sicht spricht für Aktienanlagen in Europa zudem der nicht zu vernachlässigende Währungseffekt bei der gesamten Aktienperformance. So könnte der recht starke Dollar durchaus dieses Jahr wieder an Wert verlieren. Angesichts des noch bestehenden Margendruckes ziehen wir sowohl in Europa als auch in der Welt weiterhin branchenstarke, erstklassige Aktienfötel mit Preissetzungsmacht und möglichst hohen Dividendenausüttungen vor. Diese Valoren lassen sich ja weniger innerhalb der zyklischen Sektoren finden. Noch zu früh ist es ebenso für Mid und Small Caps.

Die Konjunktur sieht doch in den USA wesentlich besser aus als in Europa, oder nicht? Ja, doch dürfte sich auch der Konjunkturverlauf in den USA im zweiten Halbjahr etwas verlangsamen. Zum einen geschuldet einem fiskalischen Konsolidierungskurs, der unausweichlich ist. Ist doch das US-Budgetdefizit zeitweilig auf über 8% des Bruttoinlandsprodukts geschwollen. Das gab es in einem wachstumsstarken Umfeld mit historisch tiefer Arbeitslosigkeit noch nie. Zum anderen sollten die überschüssigen Ersparnisse der US-Haushalte



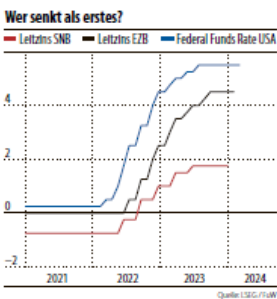
«Die EZB könnte im Juni als erste Notenbank die Leitzinsen senken.»

aus Pandemiezeiten allmählich aufgebaut sein, die aktuell noch ein Volumen von rund 6% – von zuvor 13% – des BIP haben. In Europa ist es genau umgekehrt: Die Privathaushalte befinden sich schon im Krisenmodus und horten ihre Ersparnisse. Sollte sich das Umfeld aufhellen, könnten ihre hohen Ersparnisse mehr und mehr in den Konsum fließen und das Wirtschaftswachstum ankurbeln.

«Immobilien sind selektiv wieder sehr interessant.»

In China leidet die Wirtschaft bis auf weiteres? China-Euphorie ist nicht angesagt. Es gibt zwei strukturelle Probleme: zum einen die Überkapazitäten auf dem Immobilienmarkt. Dieser hat auch das Vermögen der Privathaushalte in Schieflage gebracht. So sind zwei Drittel des Vermögens in Immobilien gebunden. Zum anderen macht sich im Privatsektor aufgrund der rigorosen Regulierung der letzten Jahre mehr und mehr ein Vertrauensverlust breit. Die Folgen sind gravierend. Private Unternehmen halten sich mit Investitionen zurück, und die Überschusserparnisse der Privathaushalte werden weder für den Konsum verwendet noch an den heimischen Finanzmärkten investiert. Eine Eindämmung der Immobilienkrise und eine wirtschaftsfreundlichere Politik sind notwendige Bedingungen für eine nachhaltige Erholung.

Wie schätzen Sie das Renditepotenzial von Obligationen relativ zu Aktien ein? Anleihen haben durchaus Potenzial und sind wieder ein wichtiger Bestandteil in unseren Portfolios. Noch ziehen wir den höheren Bonitätsbereich vor, also Investment Grade. Zumal sich die Renditeaufschläge im Segment der Hochzinsanleihen schon stark verengt haben. Für die Unternehmen werden die Zinsbelastungen 2024 zu nehmen, zumal das Refinanzierungsbedürfnis ab Ende Jahr deutlich steigen wird.



Gilt dies auch für die risikoreicheren Schwellenländeranleihen? Nein, Emerging-Markets-Anleihen in Lokalwährung erachten wir nach wie vor als attraktiv. Lateinamerikanische Länder wie Mexiko und Brasilien bieten hohe Realzinsen von rund 6% – dank moderater Inflation und frühzeitiger geldpolitischer Straffung. Lediglich vonseiten ihrer Währungen wird es wohl im neuen Jahr volatiler werden. Aktuell können dort durchaus längere Laufzeiten bevorzugt werden. Denn angesichts des erwarteten schwächeren Nominalwachstums und weiteren Leitzinssenkungen bietet es sich an, die hohen Renditen zu sichern.

Wann und von welcher Notenbank kommt die erste Zinssenkung? Das wird aller Voraussicht nach im Sommer sein. So es der Junitermin wird, könnte es sogar die EZB sein – wenige Tage vor dem Zinsscheid der US-Notenbank. Angesichts der Frankenstärke und der wiedererlangten Preisstabilität könnte aber vielleicht auch die SNB erneut überraschend vorpreschen und als Erste die Zinsen senken – umgekehrt hatte sie ja auch bei der Straffung in Timing und Ausmass überrascht.

Und wie sieht es für Gold und Rohstoffe aus? Gold, das lange an den US-Realzins gekoppelt war, wird immer geopolitischer. Nicht mehr nur die Portfolioflüsse sind Treiber am Goldmarkt, sondern nun sind es zunehmend Notenbanken, die sich vom Dollar unabhängiger machen wollen. In den Rohstoffen sehen wir zwei Trends: Zum einen setzt die ökologische Transformation einen Nachfrageboom bei den sogenannten kritischen Rohstoffen in Gang, allen voran bei Mineralien wie Grafit oder Metallen wie Nickel und Kupfer. Zum anderen wurde in den letzten Jahren kaum in die Minerschliessung investiert, mit der Folge eines allmählich geringeren Angebots an vielen Rohstoffen. Diese beiden preistreibenden Wirkungen werden einen neuen Rohstoffzyklus initiieren.

Ist auch bei Immobilien bald die Talsohle durchschritten? Selektiv können Immobilienanlagen interessant sein – das gilt dies- und jenseits des Atlantiks, und selbst für viele US-Gewerbeimmobilien, die mittlerweile 20 bis 40% korrigiert haben. Gewerbeimmobilien etwa in der Logistik weisen enormes Erholungspotenzial auf. Anders sieht die Lage für Büroimmobilien wegen des sozioökonomischen Wandels aus. Bei Wohnimmobilien besteht sowohl in den USA als auch in Europa eine ausgesprochene Angebotsknappheit. Nach der Preiskorrektur in Europa sollte daher das Tief allmählich hinter uns liegen und einen Preisanstieg Platz machen. Das ist übrigens ganz anders als in China, wo die Immobilienkorrektur von einem Überangebot an Immobilien verursacht worden ist, was nicht so schnell abgebaut werden kann.

Gibt es andere attraktive Anlagen? Für Anleger, die in illiquide Assets investieren können, bieten Private-Markets-Anlagen im Bereich Infrastruktur und Transport lukrative Anlagemöglichkeiten. So auch in der Schifffahrt, wo nun zunehmend LNG-Tanker neu-gebaut oder ökologisch umgerüstet werden müssen. Zudem besitzen illiquide Assets vorteilhafte Portfolioeigenschaften, denn die Korrelation zu anderen Vermögensanlagen ist gering. Darüber hinaus bieten sie ebenso wie Immobilien einen Inflationsschutz.

Ist Inflation denn noch ein Thema? Der jüngste Inflationsauftrieb wurde ja im Wesentlichen von den gigantischen Fiskalpaketen im Zuge der Pandemie verursacht, die zum Aufbau riesiger Schuldenberge geführt haben. Erst wenn die fiskalische Expansionspolitik zurückbuchstabiert wird, kann es zu nachhaltiger Preisstabilität kommen.

INTERVIEW: SUSANNE TOREN

Markttechnik

UBS und Logitech

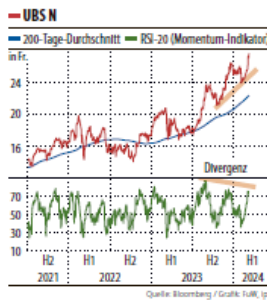
Ein steigender Kurs bringt Kritiker meistens zum Verstummen. Das lässt sich immer wieder beobachten, auch in der allgemeinen Wahrnehmung gegenüber der UBS-Aktie von heute im Vergleich zu jener vor einem Jahr.

Im Chart habe ich einen Momentum-Indikator unter den Preisverlauf gehöhft. Wenn mehr und mehr Investoren kaufen und deswegen die Nachfrage systematisch steigt, nimmt das Momentum zu. Der Indikator schreibt eine neue Spitze nach der anderen. Den höchsten Wert erreicht er, nachdem ein Trend etwa drei Viertel seiner Gesamtstrecke zurückgelegt hat. Eine Marktbewegung besteht aus mehreren Trends unterschiedlicher Laufzeit. Und genau das ist bei der Anwendung eines Indikatoren auch die Herausforderung.

Der aktuelle Trend hat im Herbst 2022 begonnen. Das höchste Momentum hat er im November erreicht, seither fallen die Werte. Wenn der Preis noch steigt, das Momentum respektive die Trenddynamik jedoch nachzulassen beginnt, spricht der Markttechniker von einer negativen Divergenz. Eine nachlassende Preisdynamik weist auf Sättigungstendenzen hin. Dann ist es an der Zeit, sein Vorgehen anzupassen. Und das ausgerechnet jetzt, wo die meisten Akteure mit der Preisentwicklung endlich glücklich sind.

Aufwärtsdynamik lässt nach

Aber was ist da zu tun? Die Aufwärtsdynamik lässt nach, ist aber noch positiv. Deswegen ist weiterhin mit neuen Hochpreisen zu rechnen. Diese werden prozentual aber immer näher beieinander



Meinungen zur Börsenlage

Basiskonsum

Trotz zunehmender Volatilität mit Gewinnmaßnahmen bei Halbleitern und KI bleibt die Risikobereitschaft an den Aktienmärkten hoch. Die jüngste Outperformance einiger Nachzügler in den USA deutet darauf hin, dass in Marktsegmenten, die nicht vom Hype im Halbleiterbereich profitiert haben, noch Aufwärtspotenzial besteht. Dies favorisiert auf Indexebene den gleichgewichteten S&P 500. Die zunehmende Divergenz der glorieichen sieben spricht eher für Alphabet, Apple und Microsoft, nach ihrer zuletzt unterdurchschnittlichen Performance. Ein möglicherweise begrenztes Rückschlagsszenario bietet Gelegenheit, sich in günstig bewerteten Marktsegmenten wie Basiskonsum zu positionieren. Nach dem Ausbruch des Goldpreises hat der NYSE Arca Gold Bugs Index der Goldminenaktien substanzziellen Nachholbedarf. YOUR WEALTH

Immobilienrisiko

Die Märkte freuen sich an den zum Teil massiven und doch etwas unrealistischen Gewinnsteigerungen in den USA gerade im Bereich KI. Ob der wilden Party dürfen die Risiken nicht ignoriert werden. Bis zu den erwarteten Zinssenkungen Mitte Jahr wird sich zeigen, wie gut die US-Konsumenten und Unternehmen mit den noch immer erhöhten Zinsen umgehen können. Zudem haben die nun deutlich sichtbaren Spannungen im Bereich amerikanischer Ge-

der liegen, und Korrekturen werden häufiger und relativ zum Preisfortschritt heftiger. Bis eine Nachricht so viel Last erzeugt, dass der Kippunkt der Konstellation überschritten wird. Darauf kann man warten oder während besonders starker Phasen bereits vorher den Positionsabbau einleiten.

Indikatoren speisen sich aus dem Preisverlauf. Sie können deshalb nichts aufzeigen, was nicht bereits mit geschultem Auge direkt aus dem Preisverlauf ersichtlich wäre. Sie sind jedoch nützlich, um bestimmte Marktvorgänge besser zu veranschaulichen.

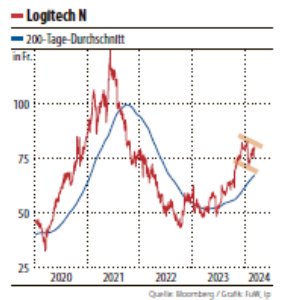
Merkmale einer Korrektur

Ob die Schwächephase in Logitech bereits zu Ende ist, lässt sich noch nicht abschliessend feststellen. Es kann sein, dass die Aktie in den nächsten Wochen nochmals einen Abschwung erleidet. Allerdings zeigt die Schwäche die typischen Merkmale einer Korrektur. Anleger, die nicht so kurzfristig determiniert sind und einen längeren Atem haben, müssen sich deshalb keine Sorgen machen. Was dürfen sie erwarten?

Mit dem aktuellen Datensatz lässt sich auf Höhe von ungefähr 90 Fr. ein Preiscluster ermitteln, der später echte Probleme auslösen könnte. Höhere Preise wirken wie eine Last auf die Statik. Ab einem bestimmten Punkt wird es zu viel. In der Nähe dieses Preisniveaus ist deshalb eine nächste Situationüberprüfung einzuplanen.

ROLAND VOGT, www.invest.ch/FuW

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



werbeimmobilien das Potenzial, zu einer grösseren Krise zu werden. Grosse Mitspieler wie BlackRock scheinen zwar diese Risiken ausgelagert zu haben. Es besteht jedoch die Gefahr, dass die Konsumstimmung tangiert werden könnte. Den Anstieg in Gold interpretieren wir nicht als Warnsignal hinsichtlich der geopolitischen Lage, er spiegelt vielmehr den schwächeren Dollar und die Zinserwartung. Das Kursfeuerwerk im Bitcoin führen wir auf die grosse Nachfrage nach den neuen ETF zurück. VT WEALTH MANAGEMENT

Momentum

Aktienanalysten sind von Beruf Optimisten (Ausnahmen bestätigen die Regel) und prognostizieren jahrein, jahres aus steigende Kurse. Mit gutem Recht. Langfristig zeigt der Peil an den Börsen nach oben. Und wer stets einen Crash vorhersagt, liegt zwar alle Jubeljahre richtig, meistens jedoch falsch. Die Analystengemeinde war allerdings die letzten beiden Male zur «Prognosezeit» am Jahresende pessimistisch. Das vorausgesagte Zwölfmonatskursziel für den S&P 500 lag ungewöhnlicherweise jeweils unter dem aktuellen Indexstand. Die Analysten mussten daher den steigenden Kursen hinterherlaufen – ein Trend, der bis zuletzt anhält und einen von Momentum getragenen Markt spiegelt. Erst wenn jeder Platz auf dem Aktienrussell besetzt ist, droht eine grössere Korrektur. Eine solche könnte mit einer Rotation in die zurückgebliebenen Small Caps einhergehen. KAISER PARTNER PRIVATBANK