

«Der hiesige Geldmarkt ist extrem attraktiv»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT DANIEL REMPFLE Der Leiter Staatsanleihen und Schwellenländer bei Swiss Life Asset Managers rät davon ab, jetzt noch langlaufende Obligationen zu kaufen.

Herr Rempfle, hat Sie die Zinssenkung der Schweizerischen Nationalbank überrascht? Tatsächlich hatten wir uns von der Marktmeinung abgehoben, insofern als wir uns ein Stillhalten der SNB durchaus vorstellen konnten. Schliesslich verlangt die Wachstumsdynamik hierzulande nicht nach einer präventiven Zinssenkung. Noch vielmehr als die Senkung an sich hat uns jedoch überrascht, dass die SNB hat durchblicken lassen, dass weitere Zinssenkungen folgen könnten.

OfT wurde auch die Frankenstärke als Grund angeführt, warum die SNB den Zins senken sollte.

Wir waren bislang der Meinung – nicht zuletzt aufgrund von Äusserungen von SNB-Vertretern – dass nicht der Leitzins das Instrument Nummer eins der SNB ist, um den Franken zu steuern, sondern die Devisenmarktinterventionen. Dies vor dem Hintergrund, dass sich das Zinsdifferenzial zwischen dem Leitzins der SNB und demjenigen anderer Notenbanken unweigerlich einengen wird. Diese Meinung müssen wir nun nach den jüngsten Äusserungen von Thomas Jordan überdenken. Der reale Aussenwert des Franken – also der nach Berücksichtigung der Inflation – hat sich in diesem Jahr eben nicht stark bewegt. Strukturell wird der nominale Franken weiter aufwerten. Daran ändert auch die Zinssenkung nichts.

Auch das Fed hat endlich den Zinssenkungszyklus lanciert. Haben Sie mit dem grossen Schritt nach unten um fünfzig Basispunkte (0,5 Prozentpunkte) gerechnet? Nein, wir haben mit einer Senkung um 25 Basispunkte gerechnet. Auch hier besteht aus fundamentaler Sicht kein Grund für eine starke Lockerung der Geldpolitik. Fünfzigerschritte sind eigentlich eine Notfallmassnahme und dieses Umfeld sehen wir momentan einfach nicht. Die Wachstumsdynamik der US-Wirtschaft ist ansprechend. Der Arbeitsmarkt zeigt Schwächen und hier liegt wohl auch die Krux für das Fed mit seinem Doppelmanat aus Inflationsziel und Vollbeschäftigung.

Die Marktteilnehmer zeigen sich wenig überrascht. Gemäss den Positionierungen an den Terminmärkten hatten immerhin 50% der Händler sowieso einen grossen Schritt erwartet. Fed-Chef Powell und seine Kollegen navigieren natürlich sehr geschickt, denn in der anschließenden Pressekonferenz wurde der grosse Schritt sofort wieder relativiert. Daher waren die Reaktionen wohl auch eher verhalten.

Dann waren die fünfzig Basispunkte ein Geschenk an die Finanzmärkte? Den Mitgliedern des Offenmarktausschusses war es wohl wichtig, die Bedenken zu zerstreuen, sie seien «Behind the Curve», also dass sie in ihren Entscheidungen den wirtschaftlichen Entwicklungen hinterherlaufen. Realwirtschaftlich machen 25 oder 50 Basispunkte keinen grossen Unterschied, aber die Signalwirkung des Schritts ist wichtig: Das Fed wollte demonstrieren, dass durchaus Bereitschaft da ist, den Leitzins rasch auf ein neutrales Niveau zu senken. Allerdings war der Fed-Entscheid das erste Mal seit 2005 nicht einstimmig. Fed-Direktorin Michelle Bowman votierte für eine Senkung um 25 Basispunkte.

Für die nächste Fed-Sitzung im November preist der Markt erneut eine fünfzigprozente Chance für einen grossen Zinsschritt nach unten ein.

Wir gehen lediglich von zwei weiteren Zinssenkungen um je 25 Basispunkte in diesem Jahr aus. Allerdings werden die Daten zum Arbeitsmarkt wohl einen wesentlichen Einfluss darauf haben, wie hoch der nächste Zinsschritt ausfällt. Im Juli 2025 wird die US-Notenbank gemäss unseren Prognosen den Zinssenkungszyklus bei einem Band von 3 bis 3,25% beenden. Unserer Meinung nach liegt dort auch der neutrale Zins und somit liegt dieser etwas höher als in der Vergangenheit.



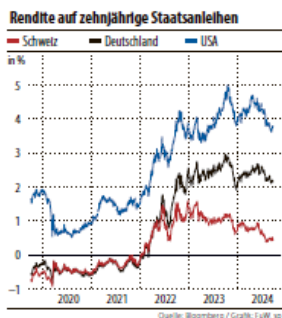
«Im Gemischtporfolio können Bonds als Schutz vor einer Rezession dienen.»

Die Langfristzinsen sind nach der Leitzinssenkung des Fed eher gestiegen. Da sind keine Rezessionsorgen erkennbar. Die Renditen auf zehnjährige Staatsanleihen haben natürlich vor diesem Zinsschritt schon sehr viel Lockerung vorweggenommen. Die Zinsstrukturkurve war bis vor Kurzem stark invers, die Langfristzinsen lagen deutlich niedriger als die Kurzfristzinsen. Jetzt ist sie zwischen den Laufzeiten von zwei und zehn Jahren leicht positiv geneigt. Die Märkte glauben jetzt umso mehr an eine sanfte Landung der Wirtschaft.

«Fünfzigerschritte sind eigentlich eine Notfallmassnahme.»

Werden wir einen Zinssenkungszyklus erleben bei dem die Zinsstrukturkurve von beiden Enden steiler wird, also niedrigere Kurzfristzinsen und höhere Langfristzinsen? Das Potenzial der Langfristzinsen in den USA nach unten ist tatsächlich begrenzt. Bis zum Jahresende gehen wir nur von leicht niedrigeren Zinsen aus. Die Kurve wird somit steiler, primär weil die Kurzfristzinsen weiter sinken. In Europa sieht die Situation anders aus. Weil das wirtschaftliche Umfeld problematischer ist, gehen wir bei den langfristigen Eurozinsen davon aus, dass das Tief noch nicht erreicht ist. Die Einkaufsmangerindizes haben gezeigt, dass nicht nur strukturelle Probleme bestehen, vorab in Deutschland, sondern dass auch die zyklischen Aussichten trüb bleiben.

Was sind Ihre Erwartungen an die Europäische Zentralbank? Von der EZB erwarten wir auch noch zwei weitere Zinsschritte von je 25 Basispunkten im Oktober und im Dezember. Damit gehen wir von niedrigeren Zinsen aus der Markt. Im April nächsten Jahres dürfte der Senkungszyklus dann beendet sein, noch vor dem Fed.



Die Risikoprämie für französische Staatspapiere ist nach Präsident Macrons Ernennung einer neuen Regierung gestiegen. Wir sind pessimistisch, was Frankreich angeht. Der Renditeaufschlag von französischen Staatsanleihen im Vergleich zu deutschen Papieren reflektiert die Einschätzung des Marktes, dass diese neue Regierung auf wackligen Beinen steht. Es handelt sich somit zumindest teilweise um eine politische Risikoprämie. Damit sind die wirtschaftlichen Schwierigkeiten in den Renditeaufschlägen unzureichend berücksichtigt. In Sachen Verschuldungsdynamik und Budgetdisziplin ist das Land sehr schwach aufgestellt. In den Peripheriestaaten, aber auch in Deutschland, ist die Defizitsituation klar entspannt. Die ehemaligen Sorgenkinder der Eurozone sind zu Musterschülern geworden.

Die EZB kann mit dem TPI-Programm eine starke Ausdehnung der Risikoprämien einzelner Mitgliedsländer verhindern. Genau, im Rahmen des Transmission Protection Instrument kann die Zentralbank Wertpapiere einzelner Länder kaufen, sofern bestimmte Bedingungen erfüllt sind. Damit sollen fundamental ungerechtfertigte Risikoprämien verhindert werden. Allerdings kann auch mit diesem Tool eine dauerhafte fiskalische Schieflage in einem Land nicht aufgehoben werden.

Die langen Renditen in den USA werden sich kaum mehr bewegen, diejenigen in Europa haben etwas Potenzial nach unten. Dann gibt es im Anleihenmarkt nur noch wenig Kurspotenzial nach oben. Ist ein Einstieg in den Bondmarkt jetzt noch attraktiv? In Europa sehen wir weiteres Potenzial für Kursgewinne. Zudem sind die Coupons global nach wie vor ansprechend, aber die Kursgewinne dürften tatsächlich bald ausgegert sein. In den vergangenen Quartalen waren die Renditen überaus stattlich. Frankenanleihen sind im Vergleich zu währungsgesicherten Fremdwährungsanleihen jedoch nach wie vor historisch attraktiv, auch nachdem sich die rekordverdächtigen Niveaus vom letzten Jahr wieder etwas normalisiert haben. Doch das Bild wird sich strukturell ändern, wenn die Leitzinsdifferenzen geringer werden – weil dann die Kosten für die Währungsabsicherung sinken – und wenn die Kurven in den USA und in Europa wieder eine vernünftige Neigung nach oben aufweisen.

Dann ist ein Einstieg jetzt nicht opportun? Die laufenden Zinszahlungen von Anleihen sind attraktiv, und die kurzfristigen Zinsen haben noch Potenzial nach unten, was zu Kursgewinnen führt. Im Kontext eines gemischten Portfolios können Bonds als Schutz vor einer Rezession dienen, weil die Zinsen dann markt sinken würden und die Kurse steigen. Wir jedoch von einem nächsten Boom ausgeht, der sollte im Gemischtporfolio nicht in langlaufenden Obligationen investieren, denn dann werden risikoreichere Anlagen stärker zulegen. Bei den Unternehmensanleihen setzen wir auf Engagements im höchsten Qualitätssegment, weil die Renditeaufschläge sehr gering sind. Aus Sicht eines Schweizer Investors würden wir momentan eher in den Geldmarkt investieren.

Der hiesige Geldmarkt ist attraktiver als der Anleihenmarkt? Ein zehnjähriger Eidgenosse wird aktuell mit knapp 0,4% verzinst, am Geldmarkt kann man 1% erzielen und das fast komplett ohne Risiko. So attraktiv war der Schweizer Geldmarkt seit fast zwanzig Jahren nicht. Möchte man ausländische Anleihen kaufen mit einer höheren Verzinsung, dann ist die Währungsabsicherung eben derzeit so teuer, dass sich ein Kauf kaum lohnt. Privatlegern ist zu raten, möglichst kein Cash zu halten wegen der tiefen Verzinsung auf den Bankkonten, sondern die Mittel im Geldmarkt zu parken und abzuwarten, wie sich die Konjunktur und die Zinskurven entwickeln.

INTERVIEW: SYLVIA WALTER

Markttechnik

Nestlé

Worin besteht eigentlich das Problem, das viele Anleger derzeit mit der Nestlé-Aktie haben? Ich versuche hier, lösungsorientiert zu arbeiten. In einer grossen Schweizer Tageszeitung erschien vor ein paar Wochen ein Artikel zu den veränderten Konsumgewohnheiten und den Problemen, die Nestlé damit hat. Offensichtlich sucht ein grösserer Teil ihrer Leserschaft nach den Gründen für die fallenden Kurse.

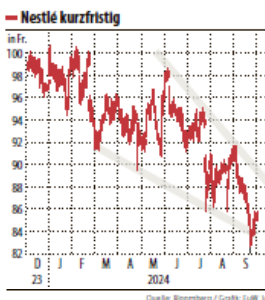
Die Nestlé-Aktie ist schon seit über zwei Jahren im Sinkflug. Und wenn es jemals klare Verkaufsgründe gäbe, dann fänden sich auch keine Käufer. Wertvoller als solche retrospektiven Aufarbeitungen wäre es zu wissen, welche Verkaufsargumente Ende 2021 zwar vorhanden, der Leserschaft aber nicht zugänglich waren.

Über Keil- respektive im Fachjargon Wedge-Strukturen habe ich hier schon oft geschrieben. Wedges entstehen, wenn ein bestehender Trend in die letzten Runden geht. Wegen seiner hohen Sättigung beginnt der zu Ende gehende Trend zu schwanken, und das Momentum nimmt ab. Das hat nichts mit Mystik zu tun, sondern ist ein vollkommen normaler Prozess, der bei jedem Handelsgut ähnlich abläuft.

Keine Handlungssignale

Zu dieser Expertise habe ich zwei Charts abgebildet. In der Zehnjahresgrafik habe ich alle grösseren Wedge-Strukturen hervorgehoben. Der kurzfristige Chart zeigt, wie sich die Nestlé-Aktie innerhalb der neuesten, jetzt gerade brandaktuellen Struktur bewegt.

Die Sache mit den Wedges müssen wir jetzt noch etwas vertiefen. Diese Keil-Strukturen zeigen dem Investor einen Marktzustand an. Daraus kann er die entsprechenden Schlüsse ziehen und sein Vorgehen darauf abstimmen.



Meinungen zur Börsenlage

Nestlé

Nestlé hat in den letzten Jahren vieles falsch gemacht. Die Fokussierung blieb unvollendet, es wurden zu hohe Erwartungen geschürt und es gab immer wieder Produktprobleme. Als Folge davon musste Konzernchef Mark Schneider seinen Sessel räumen – und schon folgte der nächste Fehler: Er wurde ersetzt durch das Nestlé-Urgestein Laurent Freixe. Es ist unwahrscheinlich, dass der Franzose die nötige Strategieänderung vornehmen wird. Nestlé ist jedoch bestimmt schon mit Hochdruck auf der Suche nach einem externen CEO. Es ist davon auszugehen, dass der neue CEO bald Akquisitionen tätigen wird, da die Verschuldung des Unternehmens äusserst moderat ist. Ab 2025 sollte das Unternehmen wieder zu einstelligen Wachstumsraten zurückfinden. Investoren sollten die aktuelle Kurschwäche daher zur Aufstockung nutzen. **BANK CIC SCHWEIZ**

AbbVie, Stryker

Das vierte Quartal sollte mit der gebotenen Vorsicht angegangen werden. Die Zinssenkungen der Zentralbanken haben die Aktienkurse nochmals beflügelt. Gewinnmitnahmen, insbesondere nach den Wahlen in den USA, wären jedoch nicht überraschend. Es ist daher

Wedges sind ein analytisches Instrument und liefern strategischen Input. Handlungssignale erzeugen sie nicht und es gibt auch sonst keinen Automatismus, der dem Investor die Last der Vorgehensplanung abnimmt.

Über den im kurzfristigen Chart hervorgehobenen Wedge haben wir uns bereits Anfang September unterhalten. Ich schrieb seinerzeit, dass dieser Wedge seinen Tiefpunkt möglicherweise noch nicht durchschritten hat und dies vielleicht erst im Rahmen einer weiteren Abwärtschlaufe geschieht. Diese Schlaufe hat den Preis für die Nestlé-Aktie zuletzt innerhalb von zwei Wochen um weitere 10% gedrückt.

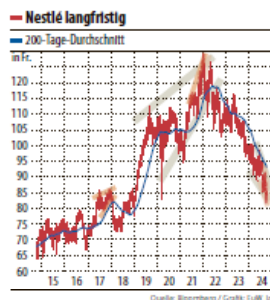
Mit Limiten arbeiten

Bei ungefähr einem Drittel aller Wedges wird der Kippunkt erst durch eine solche prozyklische Schlussakkeleration erreicht. Die anderen Wedges enden stiller und ohne finales Spektakel. Welchen Weg eine Wedge nimmt, ist im Voraus ungewiss – aber das ist bekannt. Auf diese Ungewissheit lässt sich das eigene Handeln deshalb abstimmen.

Wer innerhalb einer abfallenden Wedge kauft, der verfolgt eine Early-Adopter-Taktik. Es werden also nach unten maulaufende Limiten gesetzt, um nach dem Erreichen neuer Tiefs stufenweise Positionen aufzubauen. Mit dieser Taktik sollte sinnvollerweise erst nach zwei, drei markanten Rückschlägen begonnen werden. Investoren, die weniger nah am Markt agieren möchten, warten, bis der Wedge-Bodenbildungsprozess abgeschlossen ist und wissen in diesem Fall dann auch um die langfristige Relevanz der Situation.

ROLAND VOGT, www.invest.ch/fuw

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



kein schlechter Gedanke, Gewinne abzusichern. Wir empfehlen nach wie vor eine neutrale Gewichtung im Aktienbereich und sehen insbesondere im Gesundheitssektor Gewinnchancen. Dem Portfolio haben wir die beiden US-Titel AbbVie und Stryker hinzugefügt. AbbVies breites Portfolio sorgt für stabile Ertragsströme. Das Mako-Robotersystem von Stryker revolutioniert die orthopädische Chirurgie. **VT WEALTH MANAGEMENT**

KI-Unternehmen

Die grösste Chance für Hardware-Unternehmen liegt im weiteren Ausbau der Datacenterinfrastruktur. Auch Cloud-Anbieter profitieren von der steigenden Nachfrage nach KI-unterstützter Software und anwenderspezifischen KI-Modellen. Risiken bestehen in der Komplexität der Datenbereitstellung und der Gewissheit der Resultate. Oftmals befinden sich unternehmensspezifische Anwendungen noch im Forschungsstadium. Bei Endnutzern ist zudem die Zahlungsbereitschaft nicht immer gegeben. Vieles deutet darauf hin, dass Investitionen in KI-Hardware weiter steigen werden. Besonders anwenderspezifische KI-Chips gewinnen an Bedeutung. Zudem steigt der Datenverkehr zwischen Datacentern, was milliardenschwere Investitionen erfordert. **BERENBERG ASSET MANAGEMENT**