

# «Wir schliessen einen negativen Leitzins aus»

**MITTWOCHSINTERVIEW MIT MELANIE RAMA** Die Markterwartungen an die Schweizerische Nationalbank hält die Chefökonomin von Baloise für übertrieben.

Die Entkopplung der Schweizer Langfristzinsen von der Aufwärtsbewegung, die noch vor kurzem in den USA oder Deutschland zu beobachten war, ist ungewöhnlich», betont Melanie Rama, Chefökonomin bei Baloise Asset Management. Dahinter steckt primär die unterschiedliche Inflationsentwicklung. Melanie Rama ist seit dem Jahr 2017 bei dem Versicherungskonzern mit Sitz in Basel als Volkswirtin tätig. Die gesamten verwalteten Gelder des Asset Management von Baloise lagen per 30. Juni bei 58,3 Mrd. Fr.

**Frau Rama, diese Woche fallen Notenbankentscheide zur Zinspolitik. Was sind Ihre Erwartungen an die Europäische Zentralbank angesichts der Wachstums- und der politischen Krise?**  
Wir gehen davon aus, dass die EZB den Leitzins um 25 Basispunkte senkt. Der Markt schliesst ja einen doppelten so grossen Zinsschritt nicht aus. Die Einkaufsmanagerindizes der Industrie im Währungsraum verharren im Rezessionsbereich, aber die Währungshüter müssen noch ein Auge auf die Inflation richten. Für einen grossen Zinsschritt ist es zu früh.

**Welches Inflationsmass gibt denn Anlass für Bedenken?**  
Zum einen ist die Kerninflation mit 2,7% noch erhöht. Ausserdem sind die Tariflöhne im dritten Quartal deutlich gestiegen, so stark wie seit dreissig Jahren nicht mehr. Der Indeed Wage Growth Tracker, den die EZB im Auge behält, gibt auch noch keine endgültige Entwarnung.

**Wie viele Zinssenkungen wird die EZB im nächsten Jahr vornehmen?**  
Für das Jahr 2025 erwarten wir vier weitere Zinssenkungen à 25 Basispunkte. Unter den führenden Notenbanken wird sie die Geldpolitik am meisten lockern müssen. Das ist der wirtschaftlichen Stagnation zu verdanken.

**«Die Fantasie für eine veritable Wachstums-Story in Europa fehlt tatsächlich.»**

Die SNB fällt ebenfalls am Donnerstag, 12. Dezember, einen Zinsschritt. Hierzulande liegt die Jahresteuernummer komfortabel im Zielband bei derzeit 0,2%. Was kann man da noch erwarten?  
Wir gehen von einer weiteren Zinssenkung um 25 Basispunkte aus. Eine weitere wird dann im März vorgenommen und womöglich eine dritte später im Jahr 2025. Derzeit geht der Markt – abzulesen an den Zins-Futures und den Swaps – von einem Negativzins im kommenden Jahr aus. Das halten wir allerdings für übertrieben.

Die aktuellen Einkaufsmanagerindizes haben es nochmal bestätigt. Konjunkturreal sieht man in Europa noch kein Licht am Ende des Tunnels.  
Hinsichtlich des Wachstums liegen global, aber insbesondere auch innerhalb des Euroraums grosse Unterschiede vor. Deutschland, Frankreich und Italien sind sehr schwach. Hinzu kommen die politischen Unsicherheiten in den zwei grossen Mitgliedsländern. Diese Schwäche können die kleineren Staaten, wie Spanien oder Griechenland, wo das Konjunkturmodell deutlich besser aussieht, nicht kompensieren.

Für die Schweiz ist das nicht ganz unwichtig. Dann muss man sich bestenfalls auf eine weitere Stagnation im Euroraum einstellen? Die Annahme ist, dass im nächsten Jahr ein bisschen mehr Konsumfreude aufkommen wird aufgrund der höheren Reallohne. Das wird aber zu einem nur leicht positiven Wirtschaftswachstum führen. Die Fantasie für eine veritable Wachstums-Story fehlt tatsächlich. Zudem gehen wir davon aus, dass die Inflation weiterhin rückläufig sein wird.



«Immobilienanlagen sind sehr attraktiv – besonders die Ausschüttung der Fonds.»

Seit der Wahl von Donald Trump wird die Inflation für die US-Wirtschaft durchaus wieder thematisiert.

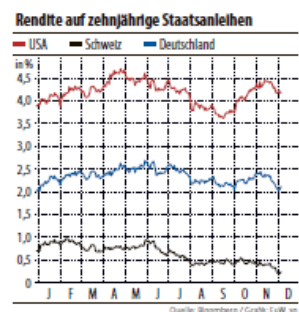
Kurzfristig ist Trumps Agenda noch zu vage, als dass man genauere Prognosen machen könnte. Er verkündet zwar viel, aber was wirklich umgesetzt wird, steht noch in den Sternen. Entscheidend wird sein, wie flächendeckend – nach Produkten und Ländern – die Strafzölle dann tatsächlich ausfallen. Das entscheidet über den weiteren Verlauf des US-Inflationspfades. Die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer sind in den vergangenen anderthalb Monaten auch wieder gestiegen. Insofern wird das Fed im Dezember eine weitere Zinssenkung um 25 Basispunkte vornehmen und dann aber erst einmal eine Pause einlegen.

Die Erwartung einer höheren Inflation liess sich auch klar an den zwischendurch deutlich gestiegenen US-Langfristzinsen ablesen. Auch in Deutschland und dem Sorgenkind Frankreich haben sich die Zinsen nach oben bewegt. Die Schweiz hat sich jedoch entkoppelt. Die zehnjährige Bundesanleihe rentiert knapp über 0,2%. Diese Entkopplung der hiesigen Zinsen hat wohl primär mit der schon erwähnten unterschiedlichen Inflationsentwicklung zu tun. Hierzulande wird die Inflation nicht stark steigen, Trump hin oder her, das hat keinen grossen Einfluss. Es besteht eher das Risiko, dass die Teuerung niedriger ausfallen wird, als dass ein erneuter Anstieg zu befürchten ist.

Aber Sie schliessen einen negativen Leitzins der SNB eher aus?

Ja, um die SNB dazu zu bewegen, den Leitzins in den negativen Bereich zu setzen, muss auch auf der Wachstumsseite sehr viel Schlechtes passieren. Das sehen wir derzeit nicht. Wir gehen von moderat positivem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts aus, auch für das kommende Jahr. Eine Bedrohung bleibt aber natürlich ein potenzieller globaler Handelskrieg.

Dennoch befinden wir uns in der Schweiz schon wieder im Niedrigzinsumfeld.



Das ist richtig, aber auch in den USA, Deutschland oder auch in Frankreich erwarten wir für die kommenden zwölf Monate keinen deutlichen Anstieg der Langfristzinsen mehr. Natürlich kann die Risikoprämie beispielsweise für französische Staatsanleihen kurzzeitig nochmals steigen, auch weil das Schuldenproblem in Paris auf absehbare Zeit kaum gelöst werden kann. Die inversen Zinskurven – die Kurzfristzinsen liegen höher als die längerfristigen, insbesondere im Euroraum – werden sich abflachen, weil die Geldpolitik gelockert wird und der Leitzins sinkt, während die Langfristzinsen weniger Bewegung aufweisen. Tendenziell sollten die Kurven über die Zeit etwas steiler werden.

Das Staatsdefizit in Frankreich, aber auch in den USA nimmt bedenkliche Ausmass an. Die Bondmärkte haben darauf reagiert, die Aktienmärkte lässt dies eher kalt. Was muss passieren, dass eine Panik ausbricht? Es hat mich auch überrascht, dass sich die Aktienmärkte kaum beeindrucken lassen. Ich denke, solange die Zinsen nicht dramatisch steigen, wird auch keine Panik ausbrechen. Die Bondmärkte können allerdings plötzlich sehr stark reagieren, wie wir das in Grossbritannien vor etwas mehr als zwei Jahren gesehen haben unter der Regierung von Liz Truss. Die Zinsen stiegen rasant, und die Anleihen verloren enorm an Wert. Doch mit dem Dollar haben die USA einen starken Vorteil auf ihrer Seite. Nachfrage nach der Weltwährung wird es immer geben.

Durch die politischen Unruhen im Euroraum und die wirtschaftliche Misere ist der Euro gegenüber dem Franken unter Druck. Wo geht die Reise hin?

Der Franken wird seiner Eigenschaft als sicherer Hafen wieder einmal gerecht. Gemäss unserem Modell zum fairen Wechselkurs von Euro und Franken sind wir jetzt etwa bei diesem fairen Wert angelangt. Kurzfristig kann sich der Franken zum Euro sicher noch aufwerten angesichts des politischen Chaos im Euroraum. Der Dollar wiederum handelt gegenüber dem Franken zu hoch. Hier sehen wir eher Abwärts-potenzial für den Greenback in der längeren Frist. Kurzfristig wird er jedoch durch den Trump-Effekt gestützt. Es werden jetzt auch weniger Zinssenkungen in den USA erwartet als noch vor ein paar Wochen.

**«Es hat mich auch überrascht, dass sich die Aktienmärkte kaum beeindrucken lassen.»**

Ein zehnjähriger «Eidgenosse» wird derzeit mit knapp 0,2% verzinst. Werden jetzt alle risikoaversen Anleger wieder in Schweizer Immobilien gedrängt?

Das ist teilweise sicher so. Die Immobilienanlagen profitieren vom Zinsrückgang, den wir in diesem Jahr gesehen haben, und die Leitzinsen werden wohl weiter gesenkt. Insofern gibt es noch die Möglichkeit zum Einsteigen. Immobilienanlagen sind daher sehr attraktiv. Die Ausschüttungsrendite von Immobilienfonds beträgt im Durchschnitt etwa 2,5%. Wenn man das vergleicht mit den 0,2% für eine zehnjährige Staatsanleihe, liegt die Mehrrendite bei über 2%. Auch aus historischer Sicht sind diese 2,3 Prozentpunkte Differenz höher als der Durchschnitt über die vergangenen dreissig Jahre.

Die Nachfrage hat den Benchmarkindex für Immobilienfonds in der Schweiz wieder auf ein Allzeithoch gedrückt.

Es gab in diesem Jahr auch schon sehr viele Kapitalerhöhungen bei den Fonds, und dieses Angebot wurde vom Markt grösstenteils gut absorbiert. Das ist ein gutes Zeichen, auch im Hinblick auf die künftige Kursentwicklung.

**Markttechnik**

## Logitech und Roche

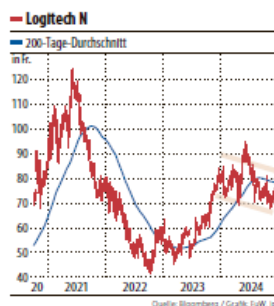
Wir dürfen uns wieder für die Logitech-Aktie interessieren. Seit Jahresbeginn befindet sie sich in einer Konsolidierung. Jetzt könnte der Zeitpunkt gekommen sein, an dem diese Konsolidierung beendet. Auch wenn es noch keine Tatsache ist, ist dieses Szenario wegen der günstigen Entscheidungslage eine Überlegung wert.

Schafft Logitech den entscheidenden Sprung nicht, dann wird sie zwischen 80 und 83 Fr. hängenbleiben und von dort wieder zurückfallen. Mit einem durchdachten Stopp kommt man da allerdings ohne Schaden weg. Reißt die Logitech-Aktie hingegen weg, erhofft, so muss man sich nicht auf Höhe einer Schlüsselzone unter Zeitdruck entscheiden, sondern kann entspannt abwarten, wie sich die anderen Marktteilnehmer unter diesen Bedingungen verhalten.

### Vollendete Konsolidierung

Das vollendete Konsolidierungs-Flag dürfte Bewegungsenergie in der Grössenordnung von ungefähr 15 bis 18 Fr. freisetzen. Das reicht, um die Logitech-Titel innerhalb von einigen Monaten in den Preisbereich zwischen 95 und 100 Fr. emporzuheben.

Noch ein Wort zur Umsetzung: Kurzfristig kann die Logitech-Aktie durchaus nochmals Richtung 70 Fr. zurückschwelen. Eine gewisse Resilienz setzt



ich deshalb voraus. Es ist auch nicht nötig, prozyklisch und nach bereits deutlich gestiegenen Preisen zu kaufen.

Die Roche-Genussscheine haben wir hier im Mai als Chance entdeckt. Sie befanden sich damals in einer Falling Wedge. Meistens folgt dieser Struktur ein scharfer Richtungswechsel, und das war auch dieses Mal so. Aber: Jede Bewegung hat einen Anfang und ein Ende. Und manche Bewegungen sind nicht in sich geschlossen, sondern Teil eines grösseren und längeren Trends.

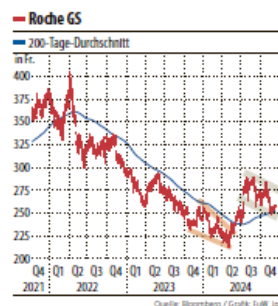
### Teilstück einer Bewegung

Die Art und Weise, wie der Marktpreis der Roche-Genussscheine seit August gefallen ist, ist charakteristisch für eine Konsolidierung. Die aus dieser Einschätzung hervorgehende Erkenntnis lautet darum, dass der über 30% umfassende Anstieg von Mai bis August lediglich ein Teilstück einer noch grösseren, umfassenderen Marktbewegung ist.

Mich würde deshalb nicht überraschen, wenn die Roche-Genussscheine noch vor Mitte des nächsten Jahres zu 330 Fr. gehandelt werden. Ich möchte sie deshalb wieder kaufen, sobald sich eine passende Situation ergibt.

**ROLAND VOGT**, [linkedin.com/in/rovogt](https://www.linkedin.com/in/rovogt)

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



**Meinungen zur Börsenlage**

## VAT

Im Bereich Ventile agiert VAT als Entwicklerin und Herstellerin von Vakuumentilen für die Halbleiter-, Display-, Photovoltaik- und Vakuumbeschichtungsindustrie. VAT hält bei den Vakuumentilen für die Herstellung von Halbleitern einen Marktanteil von mehr als 75%. Die Ventile sind vor allem dort zu finden, wo hohe Präzision und absolute Zuverlässigkeit gefordert sind. Diese Qualität begründet das Alleinstellungsmerkmal der Gruppe und rechtfertigt eine höhere Aktienbewertung. Der Bedarf an Hochleistungschips wird in den nächsten Jahren stetig steigen. Wenn es VAT gelingt, ihre Marktvorteile zu nutzen, sehen wir nach den Rückschlägen der letzten Wochen grosses Potenzial für die Aktie.

**BANK CIC SCHWEIZ**

## Immobilienfonds

Am Donnerstag dürfte die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins zum vierten Mal in Folge reduzieren. Die Zinssenkungen haben Auswirkungen auf die hiesigen Obligationenmärkte. So liegen die Renditen von Schweizer Staatsanleihen mit Laufzeit bis sieben Jahre derzeit bei nur noch rund 0,1%. Vom Zinsrückgang profitieren auch Immobilienanlagen. Der Schweizer Immobilienfondsindex (SWIT) hat in diesem Jahr 17,5% zugelegt und notiert auf einem Allzeithoch. Aufgrund der anhaltend hohen Nachfrage nach Wohnraum und eines nur verhalten wachsenden Angebots rechnen wir hierzulande auch für 2025 mit moderat steigenden Immobilienpreisen. Aus Anlegersicht ist zudem die Ausschüttungsrendite der Immobilienfonds mit gut 2% attraktiv. Aus Diversifikationsgründen empfehlen wir die Anlageklasse weiterhin als Beimischung im Portfolio.

**RAIFFEISEN SCHWEIZ**

## Schindler, Roche

Wir gehen optimistisch in den Jahreswechsel und haben unsere Aktienquote erhöht. Die Inflation scheint unter Kontrolle zu sein, und die staatlichen Massnahmen laufen auf eine Stabilisierung des Arbeitsmarktes und eine Erholung der Wirtschaft hinaus. Zinserhöhungen würden da überhaupt nicht ins Bild passen, und wir erwarten sie auch nicht – im Gegenteil: Es darf mit weiteren Zinssenkungen gerechnet werden. Vor diesem Hintergrund setzen wir in der Schweiz unter anderem auf die Aktien von Partners Group, Schindler und Roche. Partners Group profitiert vom Zins- und Wirtschaftsumfeld, Schindler ebenfalls, zudem gilt der Lifersteller als China Play. Und was Roche betrifft, so spiegeln sich die jüngsten positiven Neuigkeiten zur Medikamenten-Pipeline ganz offensichtlich noch nicht im Aktienkurs, was auch in der hohen Rendite zum Ausdruck kommt.

**VT WEALTH MANAGEMENT**

## Ölpreise

Die Ölnotierungen stiegen zum Wochenaufakt deutlich und machten damit die Verluste vom vergangenen Freitag wett. Preisstrebend waren Nachrichten aus China, die zu einer Aufhellung der Nachfrageperspektiven führten. Dazu kommt neue Unsicherheit im Nahen Osten, nachdem das seit Jahrzehnten herrschende Assad-Regime in Syrien am Wochenende gestürzt wurde und noch unklar ist, wer das dadurch entstandene Machtvakuum füllen wird. Von daher ist eine höhere Risikoprämie auf den Ölpreis gerechtfertigt. Positiv anzumerken ist, dass der Iran durch den Verlust seines Verbündeten Assad in der Region an Einfluss verlieren könnte.

**COMMERZBANK**