

«EZB wird stärker senken, als die Märkte erwarten»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT JAMES MCALEVEY Der Leiter für Global Aggregate und Absolute Return Fixed Income bei BNP Paribas Asset Management empfiehlt US-Hypothekensanleihen.

Die Prämien, die Anleger für das Halten langlaufender Anleihen verlangen, stehen an einem Wendepunkt. Das sagt James McAlevey, der bei BNP Paribas Asset Management für die globalen Gesamt- und Staatsanleihenportfolios verantwortlich ist. Der studierte Ökonom kam im November 2021 zur Anlagegesellschaft.

Herr McAlevey, in den Anleihenmärkten ist viel Bewegung. Was ist da los?

Drei Dinge: Die Anleger haben ihre aggressiven Erwartungen an Zinssenkungen durch die US-Notenbank reduziert. Es gab bessere US-Daten für das dritte Quartal, vor allem für den Arbeitsmarkt. Und die Wahrscheinlichkeit, dass Donald Trump die Wahl gewinnt, ist gestiegen. Mittlerweile ist der Markt kurz vor dem Wahltermin aber wieder besser im Gleichgewicht, da die Anleger ein knappes Ergebnis erwarten.

Liegt es also an den Inflationserwartungen der Anleger? Warum steigen sie in den USA? Beide Präsidentschaftskandidaten wollen sich verschulden und viel Geld ausgeben, aber Trumps Politik ist mittelfristig stimulierender für die Wirtschaft als die der Demokraten. Da er die Einwanderung der letzten Jahre rückgängig machen will, würde dies die Situation auf dem Arbeitsmarkt verschärfen. Wenn dies rückgängig gemacht wird, würde es einen negativen Schock für den Arbeitsmarkt und wahrscheinlich einen positiven Schock für die Löhne geben.

Welche Auswirkungen wird die Wahl auf die Anleihenmärkte haben?

Der Abstand zwischen den langfristigen und den kurzfristigen Zinsen wird sich ohnehin vergrössern, sodass die Renditekurve steiler wird. Die Zinssenkungen werden am kurzen Ende das Renditelevel dämpfen. Am langen Ende wird es steigen, wenn sich der Konjunkturzyklus erholt. Hier geht es auch um die sogenannte Laufzeitprämie, die als übermässige Steilheit definiert werden kann. Wir stehen hier weltweit an einem Wendepunkt – unabhängig davon, wer in Zukunft im Weissen Haus sitzen wird.

Warum werden die Laufzeitprämien jetzt wieder steigen?

In den letzten zwanzig Jahren ist die Laufzeitprämie strukturell gesunken. Dies ist auch darauf zurückzuführen, dass die Zentralbanken grosse Käufer von Staatsanleihen waren. Seit zwei oder drei Jahren gibt es jedoch keine grosse Anhäufung von Reserven mehr, weil die Handelsüberschüsse geschrumpft sind und die Zentralbanken weniger auf dem Devisenmarkt intervenieren. Ausserdem wurden die Ankaufprogramme zur quantitativen Lockerung eingestellt. Auf einen Schlag sinkt also die preisunempfindliche Nachfrage, und die Märkte für Staatsanleihen sind dadurch weniger verzerrt. Infolgedessen wird die Laufzeitprämie in den nächsten zehn Jahren steigen. Vor den US-Wahlen haben viele Anleger erwartet, dass diese Risikoprämien unter Donald Trump schneller steigen als dieser Trend.

Hat die Konjunkturstütze aus China auch zum jüngsten Renditeanstieg beigetragen?

Für das weltweite Wachstum ist es hilfreich zu wissen, dass China nicht in eine Rezession stürzt. Aber in gewisser Weise ist es zu wenig und zu spät. Die Auswirkungen auf die globalen Märkte und andere Volkswirtschaften werden nicht so gross sein wie nach der Finanzkrise, als die Anreize viel grösser waren. Die Rallye an den chinesischen Aktienmärkten hat anderen Aktienmärkten Auftrieb gegeben. Allerdings sind die Anreize nicht mehr so rohstoffintensiv wie früher. Daher sind die Auswirkungen auf Länder wie Australien und die Rohstoffwährungen nicht mehr so stark.

Ist die Frage nach einer sanften Landung der US-Wirtschaft bereits entschieden?



«Trumps Politik ist mittelfristig stimulierender für die Wirtschaft.»

Die Anleger an den Aktienmärkten setzen auf eine sanfte Landung. Sie glauben, dass die Zinsen sinken und die Inflation und das Wachstum zum alten Trend zurückkehren. Ich glaube aber nicht, dass dies das wahrscheinlichste Ergebnis ist, weil es nicht sehr oft vorkommt. Auch das Szenario einer harten Landung, also eines Einbruchs wie bei der Pandemie oder der Finanzkrise, halten wir für wenig plausibel.

Wie ist denn Ihr Ausblick für die US-Wirtschaft?

Die Verschuldung ist nicht exorbitant hoch, die Unternehmen investieren nicht zu viel und die privaten Haushalte haben nicht zu viel konsumiert. Die US-Wirtschaft bewegt sich also auf ein langsames Wachstum zu. Allerdings wird es sich ziemlich lau anfühlen, wenn die Arbeitslosenquote steigt und das Wachstum einige Quartale lang zwischen 0 und 1% schwankt.

«Chinas Konjunkturstütze ist in gewisser Weise zu wenig und sie kommt zu spät.»

Aber ist das Haushaltsdefizit der US-Regierung mit 6 bis 7% des Bruttoinlandsprodukts nicht sehr hoch?

Das ist ein Niveau, das wir vom Ende eines Abschwungs kennen. Diese Ausgangslage ist also beängstigend. Wenn sich der Haushaltsaldo wie üblich in einer Rezession verschlechtert, würde sich das Haushaltsdefizit einem zweistelligen Wert nähern. Das ist bisher nur passiert, wenn die US-Notenbank mit quantitativen Lockerungen Anleihen aufgesaugt hat.

Würde dies bedeuten, dass das Fed im Falle einer Rezession in den USA zu Anleihenkäufen oder QE zurückkehren wird?

Nein, denn die Geldpolitik wird in diesem Zyklus konventionell bleiben. Im Falle einer weichen Landung mit Wachstumsraten von 0 bis 1% muss das Fed die Zin-



sen nicht auf 0% senken oder Quantitative Easing betreiben. Es reicht aus, wenn die Leitzinsen auf 3% fallen, was wahrscheinlich das neutrale Niveau ist, das auch eine Inflationsprämie von 2% enthält. Dies würde einen gewissen Anreiz bieten und die extrem angespannten Kreditbedingungen aufheben.

Auf welchem Niveau wird die Europäische Zentralbank (EZB) die Leitzinsen im nächsten Jahr senken?

Die Währungshüter selbst äussern sich nur vage dazu, wo das neutrale Niveau in der Eurozone liegt. Auf jeden Fall werden wir es erst im Nachhinein kennen, wenn wir feststellen, dass die Geldpolitik die Wirtschaft bis zu einem gewissen Grad stimuliert. Es ist offensichtlich niedriger als in den USA. Die EZB wird die Zinsen am Ende stärker senken als es die Märkte derzeit erwarten, weil sie immer noch mit der Inflation beschäftigt ist. Die Frage, die sich Ende dieses oder Anfang nächsten Jahres stellt, lautet: Wie weit müssen die EZB-Zinsen unter das neutrale Niveau fallen, um die Wirtschaft anzukurbeln? Vor allem, wenn das Wachstum weiter leidet – gerade in Deutschland, wo sinkende Zinsen allein schon wegen der hohen Sparquote helfen.

Wenn die EZB den Leitzins aggressiver senkt als die Märkte für das Jahr 2025 erwarten, würde dann nicht auch die Schweizerische Nationalbank, die SNB, unter Druck geraten, den Leitzins auf ein negatives Niveau zu senken?

Es ist klar, dass die SNB einen tieferen Leitzins anstrebt als andere Zentralbanken. Die anderen Zentralbanken müssen immer ihre Nähe zum Nullpunkt berücksichtigen. Aber ich glaube nicht, dass wir bei irgendeiner Zentralbank wieder bei null oder im negativen Bereich landen. Das ist ein Restrisiko. Aber jetzt, da wir eine gewisse Inflation erlebt haben, werden die Anleger wahrscheinlich nur ungern in eine Welt zurückkehren, in der sie glauben, dass die Inflationserwartungen durchweg unter den Zielvorgaben der Zentralbank liegen.

Was sind die Folgen?

Es bedeutet, dass die realen Leitzinsen schneller als bisher negativ werden. Deshalb müssen die Zentralbanker die nominalen Leitzinsen, die auch eine Prämie für die künftige Inflation enthalten, nicht unter null senken. Wir müssen uns nicht an den Gedanken gewöhnen, dass negative Leitzinsen ein normaler Teil des geldpolitischen Instrumentariums sind. Wie wir heute im Nachhinein wissen, führen negative Leitzinsen zu allen möglichen seltsamen Verhaltensweisen und Nichtlinearitäten im Finanzsystem, die nicht gerade konventionell oder gesund sind.

Welche Empfehlungen haben Sie für Anleiheninvestoren für das kommende Jahr?

Die Geldmarktzinsen fallen, was Bargeld oder geldmarktähnliche Fonds weniger attraktiv macht, bei denen die Anleger kein grosses Risiko eingehen müssen, um eine Rendite zu erzielen. Aber wenn man mit dem Umstieg auf Anleihenprodukte zu lange wartet, das heisst, wenn die Geldmarktsätze um 1 oder 2% fallen, bleibt nicht mehr viel Gelegenheit, attraktive Anleihen zu kaufen.

Was sind attraktive Märkte und Laufzeiten?

Strukturierte Wertpapiere gefallen uns derzeit sehr gut, US-Hypothekensanleihen sind günstig. Unternehmensanleihen sind recht teuer. Die Risikoprämien sind viel zu niedrig, selbst für hochverzinsliche Wertpapiere. Die USA sind eine vernünftige Wahl, weil wir erwarten, dass sich das Wachstum in den Vereinigten Staaten verlangsamen wird. Uns gefallen auch Märkte wie das Vereinigte Königreich und Norwegen, wo das Inflationsproblem noch nicht gelöst ist. Bei den Laufzeiten haben wir drei bis neun Jahre im Blick.

INTERVIEW: ANDRÉ KÜHNLENZ

Markttechnik

Gold in einwandfreier Verfassung

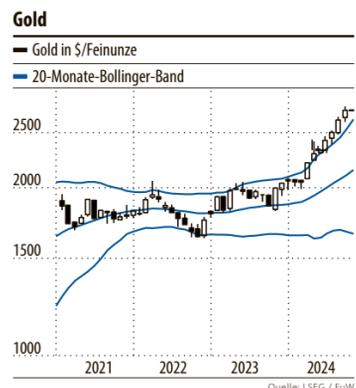
Gold ist auf dem Weg zu einem der besten Jahresergebnisse, seit die Preisfindung vor etwas mehr als fünfzig Jahren dem freien Markt überlassen worden ist. Das darf aber nicht die Sinne davor verschliessen, dass das gelbe Metall seine Tücken haben kann. Eine dieser Tücken sind seine grossen, lang anhaltenden Trends, die – wenn man nicht auf der richtigen Seite steht – verheerende Folgen haben können.

Der aktuelle primäre Aufwärtstrend ist erst der dritte seit der Freigabe der Preisfindung im Jahr 1973. Der erste Trend hat sieben Jahre gedauert und für eine Verzwölfachung des Goldpreises gesorgt. Der zweite hat zehn Jahre gedauert und eine siebenfache Erhöhung herbeigeführt. Der dritte Aufwärtstrend, der im Januar 2018 begann und zwischen September 2020 und Dezember 2023 in einer seitwärts gerichteten Tendenz pausierte, hat den Goldpreis bislang 115% erhöht.

Stabile Korrelationen fehlen

Dazwischen gab es aber auch düstere Zeiten. Im Januar 1981 erreichte Gold den höchsten Preis im ersten freien Aufwärtstrend bei 850 \$ pro Unze. Im Juli 1999 schloss es auf 252.93 \$. Ein Minus von 70% in neunzehn Jahren dürfte kaum in das Konzept einer langfristigen Anlagestrategie zur Sicherung der Kaufkraft ins Auge gefasst worden sein. «Nur» 45% verlor Gold zwischen September 2011 und Dezember 2015.

Der grosse Bullenmarkt in Gold zwischen Juli 1999 und September 2011 ist geopolitisch in die Zeit der «Friedensdividende» gefallen. Geopoli-



Meinungen zur Börsenlage

Vertiv

Vertiv Holdings, ein US-Mid-Cap-Unternehmen, profitiert vom Megatrend Digitalisierung. Als führender Anbieter von Infrastrukturlösungen für Rechenzentren und Kommunikationsnetzwerke unterstützt es Cloud-Anbieter mit Kühl- und Energiemanagementlösungen. Vertivs Kühllösungen sind z. B. durch eine exklusive Partnerschaft mit Nvidia im Einsatz und unterstützen GPU-Prozessoren, die die rechenintensiven KI-Arbeitslasten sichern. Damit hat Vertiv einen Wettbewerbsvorteil erlangt, der das Umsatzwachstumsziel von 14 bis 17% für 2023 bis 2028 unterstützt. Das Unternehmen verfügt über das grösste Servicenetzwerk unter den Rechenzentrumsausstattern. Die eher hohe Bewertung im Vergleich zu anderen Datenzentrenausrüstern ist durch die starke Marktposition, die überdurchschnittlichen Margen und die technologischen Vorteile von Vertiv gerechtfertigt.

GLOBALANCE BANK

Immobilien

Rückläufige Inflationszahlen haben die SNB ermächtigt, den Leitzins auf 1% zu senken. Der Markt geht davon aus, dass bis Ende Jahr eine weitere Senkung folgen könnte. Im stark rückläufigen Umfeld erweisen sich Immobilien im Vergleich zu Nominalwertanlagen als attraktive Anlageklasse, was die Börsenkurse der kotierten Immobilienfonds in die Höhe getrieben hat. Die Differenz zwischen dem Börsenpreis und dem

tische Spannungen konnten also kaum die Ursache für die Preissteigerung sein. Inflation ebenso wenig, denn es war die Zeit der sogenannten Disinflation. Ferner kann die oft behauptete inverse Korrelation zwischen Gold und Dollar nicht bestätigt werden.

Der langen Rede kurzer Sinn: Es gibt keine stabile Korrelation zwischen Dollarkurs, Zinsen (die ab 1982 stark rückläufig waren) und Goldtrend.

Markttechnik orientiert

Was bleibt in dieser Gemengelage, sind die altgedienten Methoden der technischen Analyse. In kommunikationsintensiven öffentlichen Märkten stellen die Preise eines der Kommunikationsmittel dar. Das führt zu positiven Rückkoppelungen, bis sie brechen. Doch bevor sie brechen, entstehen Muster, wie in den zwei Aufwärtstrends, auf die Abwärtstrends – wie oben beschrieben – folgten.

Der erste Trend endete in einer starken Akzeleration, verbunden mit einer wenige Monate umfassenden erhöhten Volatilität. Daraufhin setzte der Abwärtstrend ein, der nach neunzehn Jahren und acht Monaten sein Ende fand. Der andere Trend endete in einer Abnahme des Momentums und einer Zunahme der Volatilität während achtzehn Monaten, bevor ein Abwärtstrend einsetzte.

Das sind Muster, die vor Trendwenden in Aktienindizes und Devisenmärkten jeweils vorzufinden sind und die offensichtlich unabhängig vom gehandelten Objekt entstehen. Die Ursache ist nicht das Objekt, sondern die Tatsache der Kommunikationsintensität und der von der Vielzahl der beteiligten Parteien verursachten Komplexität.

Ich gehe davon aus, dass – abgesehen von vorübergehenden Konsolidierungen – auch dieser dritte primäre Aufwärtstrend in der rund fünfzigjährigen Geschichte eines freien Goldmarktes noch viel weiter gehen wird und ebenso mit einer Akzeleration oder einer zeitraubenden trendlosen Volatilität endet. Bevor ein solches Muster entsteht, ist der Aufwärtstrend nicht gefährdet.

ALFONS CORTÉS, www.alfonscortes.com

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

Nettoinventarwert wird als Aufpreis oder Agio bezeichnet. Aktuell werden kotierte Immobilienfonds mit einem Agio von 28% gehandelt, während der langjährige Durchschnitt bei 19% liegt. Aus diesem Grund bevorzugen wir derzeit nichtkotierte Anlagefonds mit Fokus auf Schweizer Wohnimmobilien an zentralen Lagen, in die im Rahmen von Kapitalerhöhungen Investitionen zum Nettoinventarwert möglich sind. Zudem empfehlen wir, bei kotierten Immobilienfonds Gewinne zu realisieren.

PRIVATBANK VON GRAFFENRIED

Finanzaktien

Zwar lag der ISM Manufacturing Index für Oktober leicht unter den Erwartungen, und gemäss Arbeitsmarktdaten wurden weniger Stellen als erwartet geschaffen. Doch die positiven Wirtschaftsdaten der letzten Monate sowie optimistische makroökonomische Prognosen haben zu einer bemerkenswert positiven Entwicklung der Märkte in diesem Jahr beigetragen. Die soliden Fundamentaldaten der US-Wirtschaft könnten insbesondere auf Finanzwerten einen positiven Einfluss haben. Die Finanzbranche zeichnet sich derzeit durch organisches Wachstum und robuste Aktienkurse aus, was sie attraktiv macht. Nordamerikanische Banken haben sich als widerstandsfähig erwiesen und verfügen über solide Bilanzen. Zudem haben sich die Margen stabilisiert, da der Zyklus steigender Zinsen seinem Ende entgegengeht und eine steilere Zinskurve die Profitabilität erhöht.

PICTET ASSET MANAGEMENT