

«Von nun an hängt alles vom Erfolg des Fed ab»

MITTWOCHSINTERVIEW **Beat Thoma**, Chief Investment Officer von Fisch Asset Management, über Inflation, die Bilanzverkürzung der US-Notenbank und die Folgen für die Finanzmärkte.

Es gibt momentan wenige Gewissheiten. Ein Grossteil der Unsicherheit ist auf die weltweite Teuerung zurückzuführen, die länger anzuhalten scheint als erwartet. Für Beat Thoma, CIO der auf Anleihen und Absolute-Return-Lösungen ausgerichteten Fisch Asset Management, hängt nun alles davon ab, wie das US-Fed künftig vorgeht.

Herr Thoma, die Inflation in den USA hat im März 8,5% erreicht. Ist das der Höhepunkt? Ja, darauf deutet die Kernrate hin, die geringer ausgefallen ist als im Vormonat. Auch haben sich die Energiepreise nicht weiter erhöht. Die Dynamik nimmt also ab. Ausserdem wirkt sich ab April endlich der Basiseffekt aus. Denn im April 2021 hatten die Preise gegenüber März 2021 bereits deutlich angezogen. Das muss in den kommenden Monaten zu einer Beruhigung der Inflationsentwicklung führen.

Gilt das auch für Europa? Tendenziell schon, wenn auch nicht im gleichen Masse.

Verringert sich damit die Gefahr, dass es zu einer Lohn-Preis-Spirale kommt? Ich denke, schon, auch weil die langfristigen Inflationserwartungen stabil geblieben sind. In den USA liegen sie immer noch unter 3%. Übersetzt heisst das: Die Menschen glauben daran, dass das Fed die Inflation auf ein normales Niveau zurückführt. Die Erwartungen sind ausschlaggebend für eventuelle Zweitrundeeffekte. Momentan deutet wenig auf solche Effekte hin, zumal die US-Löhne bereits deutlich gestiegen sind.

Wie wird das Federal Reserve vorgehen? Die US-Notenbank hat ihre beabsichtigte geldpolitische Straffung so klar kommuniziert wie nie zuvor in der Vergangenheit. Der Jahresendzins steht für die Märkte deshalb bereits fest: zwischen 2 und 2,25%. Als Folge davon liegt der Zweijahreszins bei etwa 2,4% und der zehnjährige Satz bei 2,8 bis 3%. Das sind die Zinsniveaus, die die Notenbank auch anstrebt. Sie wird daher die Geldpolitik so umsetzen, wie sie es angekündigt hat.

Welche Rolle spielt die Zinskurve? Sie hat sich normalisiert. Zuvor war sie invers gewesen, zweijährige US-Treasury-Anleihen rentierten höher als zehnjährige. Nun ist sie wieder steil, ebenfalls in Europa. Die Zinskurve signalisiert keine Rezession mehr, höchstens eine Konjunkturabflachung. Darüber hinaus verläuft das lange Ende von zehn bis dreissig Jahren recht flach. Das ist eine weitere Bestätigung dafür, dass die Inflationserwartungen unter Kontrolle sind. Im Moment ist also alles so, wie es sein sollte.

Das Fed beeinflusst auch die langfristigen Zinsen, wenn es die Bilanz verkürzt, also seinen riesigen Anleihenbestand abbaut. Worauf müssen sich Anleger einstellen? Das ist das grosse Fragezeichen. Beim letzten Mal, 2018/19, verkaufte das Fed monatlich Papiere im Wert von 40 Mrd. \$, diesmal beabsichtigt es, etwa 100 Mrd. \$ pro Monat auf den Markt zu werfen. Sollte es das tatsächlich bis Ende des Jahres durchziehen, werden die Aktienmärkte das nicht unbeschadet überstehen. Nach drei Monaten besteht dann das Risiko einer Kurskorrektur von bis zu 25%. Aber das ist nicht sicher. Es könnte auch sein, dass das Fed die Bilanzkürzung stoppt oder zumindest verringert. Dann zum Beispiel, wenn die Verkäufe einen deflationären Effekt haben und die langfristigen Marktzinsen fallen. Das ist nicht auszuschliessen. 2019 ist genau das geschehen.

Könnte die Notenbank dann auch darauf verzichten, den Leitzins weiter zu erhöhen? Das glaube ich nicht. Die grosse Schraube der geldpolitischen Straffung ist aber die Bilanz. Sie hat viel mehr Wirkung auf die Märkte als die Leitzinserhöhungen. Trotzdem dürften die Zinserhöhungen wie vom Fed angekündigt



Beat Thoma: «In den USA nimmt die Inflationsdynamik ab.»

durchgezogen werden, solange es nicht zu einer massiven Abkühlung der Konjunktur kommt.

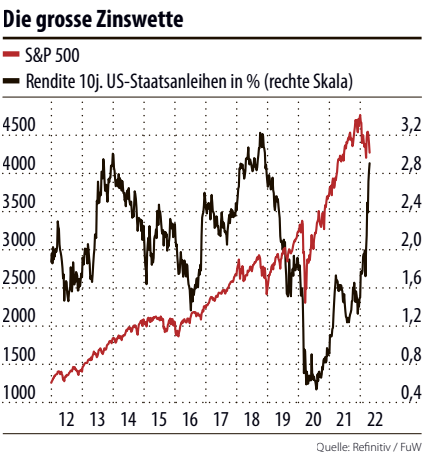
Wie wird die EZB vorgehen? Spätestens im Juni kauft sie netto keine Wertpapiere mehr auf. Rund einen Monat später dürfte sie die Leitzinsen anheben, falls es bis dann nicht zu einer Rezession in Europa kommt.

Das ist recht früh. Die Inflation wird sich zwar abflachen, aber auf 2,5 bis 3% verharren. Das erlaubt es nicht, die Zinsen nicht anzuheben.

«In einem globalen Straffungszyklus der Notenbanken kann man am Aktienmarkt nur mit einem Seitwärtstrend rechnen.»

Wie wahrscheinlich ist eine Stagflation in Europa? Die Zinskurve ist immer noch steil, und die Arbeitsmarktlage ist weiterhin gut. Es ist also keinesfalls sicher, dass es in Europa tatsächlich zu einer Stagflation kommt. Aber das Risiko hat wegen des Ukraine-Krieges und seiner wirtschaftlichen Auswirkungen zugenommen.

Wird der Franken noch stärker werden? Die bisherige Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro ist wegen der Inflationsdifferenz zwischen den beiden Währungsräumen gerechtfertigt. Sollte der Euro sich noch weiter abschwächen, wird die Nationalbank wohl stärker eingreifen als bisher. Der Kurs kann zwar schon unter die Parität fallen, aber der Spielraum nach unten ist limitiert. Die EZB lässt ausserdem die monetären Zügel lockerer als das Fed in den USA. Das sollte der Wirtschaft im Euroraum helfen, was dann mittelfristig auch wieder den Euro zum Dollar stützen sollte, und das be-



grenzt dann ebenfalls das Abwärtspotenzial zum Franken.

Wie sollten sich Anleger positionieren? In einem globalen Straffungszyklus der Notenbanken kann man am Aktienmarkt nur mit einem Seitwärtstrend rechnen. Jetzt droht noch die Bilanzverkürzung in den USA. Deshalb sollten Aktien im Portefeuille vorerst neutral oder leicht untergewichtet werden. Sollte dann ab Mai das US-Fed tatsächlich die Bilanz monatlich um 100 Mrd. \$ kürzen, gilt es, das Aktien-Exposure weiter zu reduzieren.

Welche Aktien sind zu bevorzugen? Die traditionelle Unterscheidung zwischen Value, Growth und so weiter ist momentan nicht mehr relevant. Auch Value-Titel leiden unter dem Zinsanstieg, Wachstumswerte sowieso. Sämtliche Sektoren befinden sich im Gegenwind, am besten positioniert sind allenfalls Substanzaktien, die nicht sehr zinssensibel sind und einen stetigen Cashflow generieren. Sie bieten auch einen Inflationsschutz.

Wie beurteilen Sie in diesem Kontext die Aktienmärkte in Asien? Sowohl in Japan als auch in China wird die Geldpolitik gelockert. Das ist positiv für die Aktienmärkte. In China fiel die Lockerung bisher moderat aus, aber es dürfte mehr kommen, und das wird den Aktienmarkt unterstützen. In Japan dürfte abgesehen von der lockeren Geldpolitik auch der schwache Yen Aktien relativ zu anderen Märkten helfen. Momentan ist das noch nicht sichtbar. Aber es lohnt sich, die relative Stärke chinesischer und japanischer Valoren im Auge zu behalten. Sie sollte sich verbessern.

Wenn die Zinsen steigen, fallen die Kurse von Anleihen. Allerdings werden ihre Coupons auch attraktiver. Ab wann lohnen sich Zinspapiere wieder? Bei spekulativen Anleihen, sogenannten High Yield Bonds, vor allem in Schwellenländern, haben die Renditeaufschläge bereits zugenommen und liegen die Zinsen höher. Die Korrekturen beliefen sich auf annualisiert 8 bis 9%. Ein Teil des attraktiven Potenzials wurde damit generiert. Man kann damit beginnen, Unternehmensanleihen in beschränktem Ausmass zu kaufen, auch mit einem erhöhten High-Yield-Anteil.

Und Staatsanleihen? Dafür ist es noch zu früh. Hier gilt es abzuwarten und zu beobachten, wie die Anleihenmärkte auf die Bilanzverkürzung des US-Fed reagieren werden. Entweder flacht sich die Zinskurve ab, und das Rezessionsrisiko steigt, dann müsste man rasch Staatsanleihen kaufen. Wenn jedoch die Bilanzverkürzung durch den Liquiditätsausbau in Asien teilweise kompensiert wird und die Zinskurve steil bleibt, dann würde ich mit Staatsanleihenkäufen abwarten, bis zehnjährige US-Treasuries 3 bis 3,5% rentieren.

Bringen Wandelanleihen einen Mehrwert? Über ihren Aktiencharakter sind Wandelanleihen ein Realwert. Sie liefern einen besseren Inflationsschutz als Staatsanleihen oder als Cash. Dank ihrer Anleihenkomponente bieten sie zudem einen besseren Kapitalschutz als Aktien. Ausserdem profitieren sie generell von erhöhter Volatilität – und damit ist in nächster Zukunft zu rechnen. Wandelanleihen sind daher durchaus kaufenswert.

Ab wann werden wir in der Schweiz wieder positive Zinsen haben? Das hängt davon ab, wie das globale Finanzsystem auf die Bilanzverkürzung in den USA reagiert. Kommt es nicht zu einer negativen wirtschaftlichen Reaktion, dann werden sich in der Schweiz die Zinsen kommendes Jahr auf ein Niveau bewegen, das 0,5 bis 0,8 Prozentpunkte höher liegt als in der Vergangenheit.

INTERVIEW: ANDREAS NEINHAUS