



[Startseite](#) | [Märkte](#) | Interview mit Beat Thoma, CIO von Fisch Asset Management: «Die US-Konjunktur verliert zunehmend an

Abo [Interview mit Beat Thoma, CIO von Fisch Asset Management](#)

«Die US-Konjunktur verliert zunehmend an Tempo»

Der Anlagechef des Schweizer Vermögensverwalters konstatiert eine aussergewöhnliche Divergenz zwischen Aktien- und Anleihenmärkten, wie sie die wirtschaftliche Zukunft einschätzen.



Andreas Neinhaus

Publiziert: 28.05.2023, 09:00



Der für den Rückgang der Inflationsraten verantwortliche Basiseffekt dauert gemäss Beat Thoma bis Juli, danach ist er aufgebraucht.

Bild: ZVG

Steigende Aktienkurse, Rezessionssignale und eine monatelange Debatte über einen vermeintlichen Staatsbankrott der USA erschweren den Ausblick für die Finanzmärkte in den USA und weltweit. Erfahrung ist gefragt, um mit dieser speziellen Situation umzugehen. Beat Thoma verfügt darüber. Seit dem Jahr 2000 ist der Ökonom und Mathematiker als Chief Investment Officer bei dem auf Wandelanleihen spezialisierten Zürcher Vermögensverwalter Fisch Asset Management tätig. Thoma geht von einem markanten Wirtschaftsabschwung und damit von schwierigen Monaten an den Aktienmärkten aus.

Herr Thoma, wie entwickelt sich dieses Jahr die Wirtschaft in den USA?

Ich erwarte einen markanten Abschwung. Die US-Konjunktur verliert zunehmend an Tempo. Viele wichtige Indikatoren signalisieren das. Betroffen sind besonders kleinere Unternehmen, wo sich die Stimmung massiv verschlechtert hat. Auch am Arbeitsmarkt lässt sich das inzwischen beobachten. Die wöchentlich ausgewiesenen Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe steigen, und die offenen Stellen nehmen ab. Selbst Warren Buffett hat kürzlich an der Generalversammlung seiner Berkshire Hathaway gesagt, dass er mit einem Abschwung und geringeren Unternehmensgewinnen rechne. Der Abwärtsdruck kommt von vielen Seiten und ist nicht mehr zu übersehen.

Und in Europa?

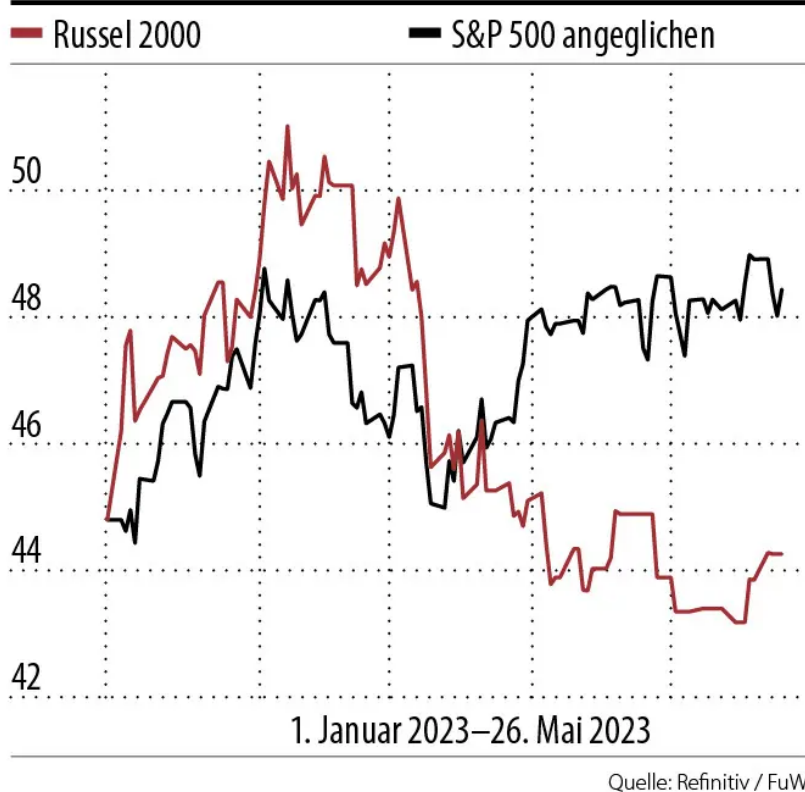
Der Druck ist in Europa geringer, aber auch dort wird sich die Konjunktur abschwächen. Nicht zu vergessen: die geldpolitische Straffung der Notenbanken dies- und jenseits des Atlantiks. Die gestiegenen Zinsen beginnen sich erst jetzt richtig auf die Realwirtschaft auszuwirken, besonders in Europa. Monetäre Faktoren sind zu 80% verantwortlich für die Konjunktur und die Kurse an den Finanzmärkten. Dieser Effekt sollte nicht unterschätzt werden.

Inwieweit preisen die Märkte dieses Risiko bereits ein?

Es besteht eine signifikante Divergenz zwischen den wichtigsten Anlageklassen. Der Anleihenmarkt preist den Konjunkturabschwung ein. Die inverse Zinskurve zeigt das: Die kurzfristigen Zinsen sind hoch, die Renditen langfristiger Staatsanleihen sind niedrig und fallen. Aber Aktien sowie hoch verzinste Unternehmensanleihen sind immer noch hoch bewertet. Sie gehen von einem Soft Landing aus – dem-

zufolge nimmt die Inflation rasch ab, und die US-Notenbank wird daraufhin bald die Zinsen senken. Ich traue eher dem Ausblick des Anleihenmarktes.

US-Aktienmarkt: Die Indizes divergieren



Wie soll man sich in Aktien positionieren?

Wenn man überhaupt zukaufen will, dann nur defensive und solide Titel. Sicher nicht Wachstumsaktien. Der breite US-Aktienmarkt, gemessen am Russell 2000 Index, ist dieses Jahr kaum gestiegen. Der deutliche Kursanstieg in den USA, den der Nasdaq oder der S&P 500 ausweisen, ist auf vergleichsweise wenige Titel gestützt. Die Marktbreite ist schwach. Teurer geworden sind diejenigen Valoren, die von einer Leitzinssenkung in den USA träumen. Und diese Titel sind auch am meisten korrekturgefährdet.

«Das Fed wird diesmal länger warten als in der Vergangenheit, bevor es die Zügel lockert.»

Wird denn das Fed mit aggressiven Zinssenkungen nicht Schlimmeres verhindern?

Genau das antizipieren die Aktienmärkte, weshalb ihre Kurse bereits vorab zugelegt haben. Aber das Fed wird diesmal länger warten als in der Vergangenheit, bevor es die Zügel lockert. Die Wirtschaft muss sich erst deutlich abschwächen, auch am Arbeitsmarkt, und das kann sich noch drei oder vier Monate hinziehen.

Liegt das an der Inflation?

Allein aufgrund von Basiseffekten wird die Inflationsrate bis Juli noch einmal etwa 1,5 bis 2 Prozentpunkte niedriger sein als jetzt, sowohl in den USA als auch in Europa. In den USA sind wir dann bei rund 3,5% Jahresinflation. Danach ist der Basiseffekt gegenüber dem Vorjahr aufgebraucht. Die monatlichen Preisveränderungen deuten darauf hin, dass die Teuerung nicht so schnell unter 3,5% sinken wird. Das Fed weiss das, und deshalb fallen die Aussagen immer noch vergleichsweise restriktiv aus. Wenn sich das an den Märkten durchsetzt, werden die Inflationserwartungen wieder steigen, sich die langfristigen US-Zinsen zwischen 3,5 und 4% einpendeln, und das dürfte den Optimismus am Aktienmarkt zügeln.

In der Schweiz ist die Inflation beträchtlich gesunken. Ist auch hier der Rückgang bald zu Ende?

Die Inflation wird dem gleichen Muster folgen. Der grösste Teil wird bis Mitte Jahr zu beobachten sein, und danach wird sie langsamer abnehmen. Aber die Inflation bei uns ist niedriger als im Ausland. Die Nationalbank dürfte den Leitzins nur noch ein Mal erhöhen, von derzeit 1,5 auf 1,75%. Die Zinskurve ist bereits flach.

«Die Nationalbank dürfte den Leitzins nur noch ein Mal erhöhen. Die Zinskurve ist bereits flach.»

Wie schätzen Sie die Aussichten für Anleihen ein?

Unternehmensanleihen sind attraktiv. Das betrifft Anleihen mit einer Bonität im Investment Grade, also mit Rating von mindestens BBB, A und besser. Die Renditen sind in den USA derzeit etwa 200 Basispunkte höher als vor einem halben Jahr.

Sollte man eher Dollar- oder Euroanleihen bevorzugen?

Europäische Unternehmensanleihen haben ihren klaren Vorteil verloren. Wenn es möglich ist, lohnt es sich, US-Unternehmensanleihen, die in Euro begeben werden, zu kaufen – respektive Bonds von europäischen Emittenten, die in Dollar emittiert werden. Denn bei diesen Anleihen ist der Renditeaufschlag höher, als wenn sie am Heimmarkt auftreten, wo sie bekannter sind.

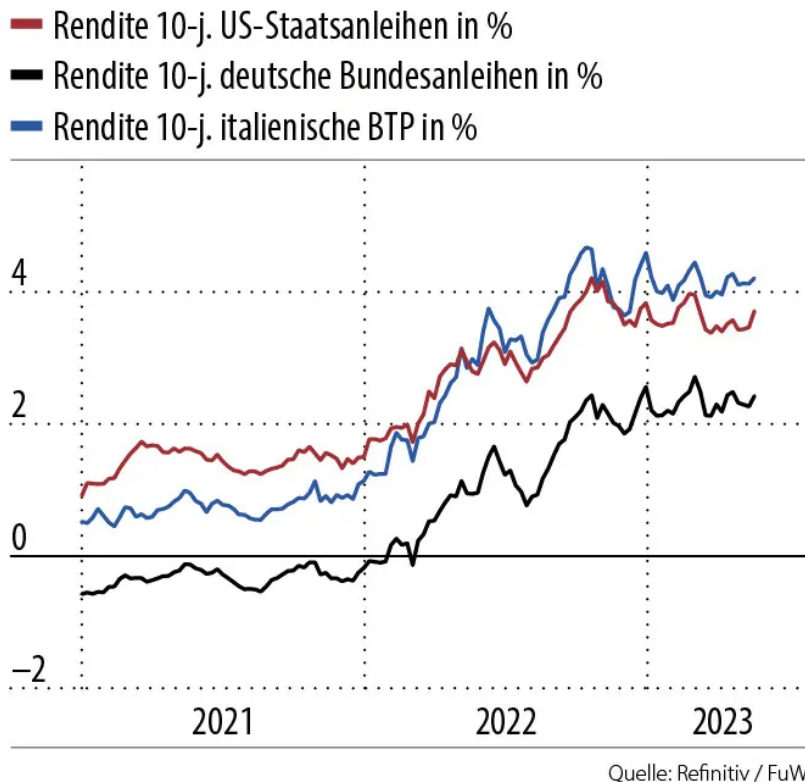
Und Anleihen im spekulativen Bereich?

Bei Hochverzinslichen ist die Situation schwierig. Die Bewertung ist hoch und weit vom Rezessionsniveau entfernt. Die Ausfallraten beginnen zu steigen. Viele Unternehmensschuldner im CCC-Segment können sich bereits nicht mehr am Markt refinanzieren. Hinzu kommt die Bankenkrise in den USA, wo die Kreditfinanzierung zurückgefahren wird.

Ist die Zeit gekommen, sich wieder vermehrt auf Bankanleihen zu konzentrieren?

Wir sind bei Bankanleihen immer noch untergewichtet. Der inverse Verlauf der Zinskurve blockiert die traditionellen Einkünfte über die Zinsmargen. Zusätzlich stockt die Kreditvergabe, das heisst, dass in diesem wichtigen Geschäftssegment der Umsatz zurückgeht.

Kapitalmarktzinsen auf dem Höhepunkt?



Wie beurteilen Sie Engagements in europäischen Staatsanleihen?

Die Renditen sind teilweise attraktiv. In Italien ist der Risikoaufschlag seit Monaten stabil. Das ist ein gutes Zeichen. Rein aus Kursüberlegungen ist es aber noch zu früh, um Staatsanleihen zu erwerben. Das lange Ende dürfte in den kommenden Monaten etwas steigen, und spiegelbildlich dazu werden dann die Notierungen fallen. Das kurze Ende, also beispielsweise zweijährige Staatsanleihen, folgt den Leitzinsen der EZB. Diese dürfte die Sätze noch um 50 bis 75 Basispunkte anheben. Wer dennoch jetzt schon in Staatsanleihen investieren will, sollte eher auf Papiere mit längerer Laufzeit setzen.

«Rein aus Kursüberlegungen ist es noch zu früh, um Staatsanleihen zu erwerben.»

In Griechenland zeichnet sich ein Aufstieg zurück in die Anlagequalität ab. Sollte man jetzt dort investieren?

Der ideale Zeitpunkt dafür ist bereits vorüber. Seit Oktober sind die Renditen griechischer Staatsanleihen deutlich gefallen und hat sich der Risikoaufschlag gegenüber deutschen Bundesanleihen zurückgebildet. Griechische Aktien sind seit Jahresbeginn stark gestiegen und haben damit viele gute Neuigkeiten vorweggenommen. Damit ist kein attraktives Einstiegsniveau gegeben.

Wie wird sich der Dollar in den kommenden zwölf Monaten entwickeln?

Der Dollar hat sich zuletzt stabilisiert. Ein Abschwung in den USA und irgendwann auch tiefere Leitzinsen werden ihn in den kommenden zwölf Monaten eher schwächen als stärken. Ausserdem befindet er sich in einem langfristigen Abwärtstrend sowohl gegenüber dem Franken als auch zum Euro. Denn zum einen ist der Dollar gemessen an der Kaufkraftparität 15% überbewertet. Erfahrungsgemäss gleichen sich Währungen letztlich der Kaufkraftparität an und unterschreiten sie sogar, wenn sie sich abwerten. Hier besteht also Korrekturbedarf. Ein zweiter struktureller Grund, der eher für weniger Dollarnachfrage spricht und nicht für mehr, sind die Bestrebungen Chinas und anderer Nationen, die Dollardominanz zu brechen. Vor allem im Rohölhandel wird die Bindung an den Dollar künftig weiter gelockert werden.

Was bedeutet das Ende des Schuldenstreits in den USA für die US-Währung?

Eine Einigung hat zur Folge, dass das US-Schatzamt wieder Tausende von Treasury Bills und Notes emittieren kann. Das entspricht einer Ausweitung der Dollargeldmenge, worauf die Zinsen anziehen, und das wird erfahrungsgemäss durch eine Abwertung ausgeglichen. Es handelt sich um eine kurzfristige technische Reaktion, die den Dollar tendenziell schwächt.

Andreas Neinhaus ist seit 1997 als Redaktor bei FuW und schreibt über Makrothemen, vor allem diejenigen, die Zinsen, Währungen und die Konjunktur betreffen. Nach dem Studium der Verwaltungswissenschaften an der Universität Konstanz und Doktorat arbeitete er im Economic Research der Credit Suisse. Er lebt in Rom. [Mehr Infos](#)

Fehler gefunden? [Jetzt melden.](#)

0 Kommentare