

«Europa ist in der besten Verfassung seit Jahren»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT KAREN WARD Die Chefstrategin Europa, Naher Osten und Afrika bei JPMorgan Asset Management sieht Europa im Vorteil und legt grossen Wert auf Diversifikation.

Das Kapitel der negativen Zinsen könne endgültig geschlossen werden, hält Karen Ward erfreut fest. Sie verfügt über langjährige Erfahrung sowohl auf dem Gebiet der aktiven wirtschaftspolitischen Gestaltung als auch in der Finanz- und Wirtschaftsanalyse. Ihre Karriere startete sie bei der Bank of England. Anschliessend arbeitete sie zehn Jahre lang bei der britischen Grossbank HSBC, zuletzt als globale Chefökonomin. Ab 2016 gehörte sie zum Beraterstab des britischen Schatzkanzlers. Karen Ward ist seit 2017 Chefstrategin für Emea bei JPMorgan Asset Management.

Frau Ward, Indizes, die die Überraschungen bei den Wirtschaftsdaten in positiver und negativer Hinsicht abbilden, zeichnen ein düsteres Konjunkturprofil. Die Aktienmärkte haben eher leichte Aufwärtstendenz. Wer oder was wird recht behalten?

Über eine potenzielle Rezession wird schon so lange diskutiert. Man darf nicht vergessen, dass der Aktienmarkt die Korrektur bereits im vergangenen Jahr durchgemacht hat. Die Indizes sind bis Oktober 2022 je nach Region um 20 bis 25% gefallen. Und die Märkte nehmen die konjunkturellen Bewegungen immer vorweg. Nicht von ungefähr haben wir unserem Ausblick auf das laufende Jahr den Titel «Ein schlimmeres Jahr für die Wirtschaft, ein besseres Jahr für die Märkte» gegeben.

Dann ist eine Rezession schon eingepreist?

Wir wussten, dass eine Rezession kommt. Die Notenbanker hatten angedeutet, dass sie den Abschwung konstruieren würden, weil dies die einzige Möglichkeit sei, die Inflation in den Griff zu bekommen.

Mittlerweile hat sich zu den ungünstigen Makrodaten noch eine Bankenkrise gesellt, die die Konjunktur zusätzlich drosselt.

Die Bankenkrise hat die Risiken hinsichtlich des Abschwungs erhöht. Wir gehen aber nach wie vor von einer milden Rezession in den USA und in Europa aus.

Bereitet Ihnen der Kampf um die Anhebung der US-Schuldenobergrenze Sorgen?

Bei dem wiederkehrenden Drama ist man versucht zu sagen, das wird schon wieder gut ausgehen. Bis es dann irgendwann nicht mehr zutrifft. Wir gehen von einer rechtzeitigen Lösung aus und erwarten keinen markanten Einfluss auf die Märkte.

Die Kerninflationssraten zeigen sich hartnäckig und verharren auf hohem Niveau.

Die hartnäckige Inflation ist ein Zeichen dafür, dass die Volkswirtschaften nach wie vor mit überhöhter Kapazität unterwegs sind. Die Überhitzung ist nicht gebannt.

Das Inflationsproblem ist somit nicht aus der Welt geschafft?

Das wahre Problem sind die Arbeitsmärkte. Sie generieren Lohn- und Preisdruck. Vollerorts herrscht Arbeitskräftemangel, die Löhne ziehen teilweise kräftig an.

Dann ist der Job der Notenbanken eigentlich noch nicht getan?

In den USA gibt es erste Anzeichen, dass die Arbeitsmarktdynamik nachlässt. Hier in Europa ist das nicht der Fall, und weder die Europäische Zentralbank noch die Bank of England können sich bereits eine Pause im Zinserhöhungszyklus leisten.

Hat das Fed die letzte Zinserhöhung für diesen Zyklus bereits vorgenommen?

Ja, davon gehe ich aus. Durch die extreme Straffung der Kreditkonditionen im Zuge der Bankenkrise hat der Markt den Job des Fed quasi erledigt. Selbst wenn die US-Notenbank nun eine Pause einlegt, werden die Kreditkonditionen restriktiver werden. Denn die US-Regionalbanken sind nicht unbedeutend, sondern haben über die Kreditvergabe grossen Einfluss auf das Wirtschaftsgeschehen. Eine erste Leitzinssenkung des Fed 2023 ist möglich.

Ist bei den Banken in Europa auch eine veränderte Kreditvergabe zu erkennen?



«Ein Aktienportfolio sollte derzeit noch keinen Fokus auf eine Region haben.»

Nein, in Europa sind wir in der glücklichen Lage, dass die Banken besser aufgestellt sind als die kleineren Regionalbanken in den USA. Es war richtig, dass die europäischen Regulierungsbehörden alle Banken überwatch haben und nicht nur die Grossbanken. Wir gehen nicht davon aus, dass sich das Verhalten der europäischen Institute durch den Stress in den USA bedeutend ändern wird. Die Kreditvergabe wird nicht eingeschränkt. Insofern können sich die Währungshüter bei der EZB und der Bank of England mit Blick auf die Inflationsgefahren auch nicht zurücklehnen.

«Wir gehen von einer milden Rezession in den USA und in Europa aus.»

Sie haben erwähnt, dass die Aktienmärkte bereits 2022 ein düsteres Konjunkturprofil vorweggenommen haben. Muss es dann überhaupt noch eine Korrektur geben, wenn sich die Rezession klarer abzeichnet? Wenn es sich nur um eine moderate Rezession handelt, mit einem milden Rückgang der Unternehmensgewinne, werden die Marktteilnehmer durch diese Phase hindurchblicken und sich kaum erschüttern lassen. Einen Gewinnrückgang von 5 bis 10% könnte der Markt wohl verdauen. Aber Rezessionen lassen sich kaum zuverlässig prognostizieren, weil so viele Variablen den Verlauf der Wirtschaft bestimmen. Eine Gesundheitskrise oder ein Krieg können das Bild auch für die Teuerung sehr rasch und nachhaltig ändern.

Was müssen Anleger nun beachten? Aufgrund der hohen Unsicherheiten sollten Investoren den Fokus auf Qualität und auf eine breite geografische Diversifikation der Anlagen legen. Ein Aktienportfolio sollte zu diesem Zeitpunkt noch keinen Fokus auf eine bestimmte Region haben. Der US-Markt an sich wird schon stark getrieben durch Tech-Aktien. Sich darauf zu versteifen, ist gefährlich. Die derzeitige,

Banken wurden im März stark abgestraft



einseitig getriebene Rally der Technologiewerte stimmt mich sehr vorsichtig.

Welche Aspekte sprechen für den europäischen Aktienmarkt?

Da muss unterschieden werden zwischen dem makroökonomischen Ausblick und der Sektorebene. Europa ist in der besten Verfassung seit Jahren. Dies gilt für die institutionelle Ebene und wiederum mittelfristig aus volkswirtschaftlicher Sicht. Die Pandemie und der Ukrainekrieg haben den Kontinent wachgerüttelt und näher zusammenrücken lassen.

Woran denken Sie dabei konkret?

Ich denke an den Aufbauplan für Europa, der sich auf den umfangreichsten langfristigen Haushalt in der Geschichte der EU stützt, der zudem von NextGenerationEU flankiert wird. Enorme Geldsummen, die nicht zuletzt dem nominalen Wachstum über Jahre Auftrieb verleihen werden. In den kommenden Jahren wird mit diesen Geldern vermehrt in grüne Infrastruktur, in Digitalisierung und weitere zukunftsgerichtete Projekte investiert.

Welche Wirkung entfaltet dies an den Finanzmärkten?

Durch die Investitionsdynamik wird das Wirtschaftswachstum angetrieben, die Inflation bleibt erhöht, und das Kapitel mit Negativzinsen kann geschlossen werden. Wir haben endlich wieder einen Diskontierungsfaktor, einen positiven Zins. Bewertungen sind wieder wichtig.

Was bedeutet das für die Sektorauswahl?

Europa ist genau in den Segmenten stark, die auch mittelfristig gute Performance bringen sollten. Die Rede ist von Substanzwerten, von Qualitätsunternehmen.

Welche Sektoren sind das genau?

Die europäischen Finanztitel wurden zusammen mit den US-Konkurrenten abgestraft. Diese Aktien werden sich mittelfristig gut entwickeln. Wir erwarten eine steigende Zinskurve, was dem Geschäftsmodell der Banken hilft. Das Finanzsystem in Europa hat den Härtesten gut gemeistert.

Welche weiteren Sektoren könnten eine relative Outperformance erzielen?

Wir sind von einer Welt des Überflusses in eine Welt der Knappheiten eingetreten. Unternehmen, die diese Knappheiten lindern können, werden Erfolg haben. Es fehlt uns an grüner Energie, an Rohstoffen, an Wasser und Nahrungsmitteln sowie an Arbeitskräften. Somit sieht die Zukunft vielversprechend aus für Unternehmen aus den Bereichen Gesundheit, Automatisierung, künstliche Intelligenz, nachhaltiges Bauen, nachhaltige Landwirtschaft, nachhaltige Technologie und grüne Energien. Auch Regierungen pumpen viel Kapital in diese Bereiche, und das geschieht sehr rasch. Da will man als Investor dabei sein.

Halten Sie auch auf dem Anleihenmarkt eher Ausschau nach Qualität?

Im derzeitigen Umfeld präferieren wir klar Unternehmensanleihen mit Anlagequalität, die auch eine stattliche Rendite einbringen sollten. Offensichtlich kompensieren Hochzinsanleihen in dieser zyklischen Phase das Zusatzrisiko nicht ausreichend.

Schliesst Ihre Diversifikation auch Wertpapiere von Schwellenländern ein?

Wir sind optimistisch, dass die Erholungsphase in China intakt ist. Peking legt grossen Wert darauf, das Wachstum zu fördern, falls nötig. Ausserdem werden die Papiere aufgrund der geopolitischen Risiken mit einem Abschlag gehandelt. China hat sich vom Konjunkturzyklus des Westens entkoppelt und bietet allein schon dadurch einen natürlichen Ausgleich im Portfolio. Das Aufwärtspotenzial Chinas kommt auch anderen Schwellenländern zugute. Kurzfristig sind die Aktien eine gute Beimischung im Portfolio.

INTERVIEW: SYLVIA WALTER

Markttechnik

Nasdaq 100 und Partners Group

Wer gibt schon gern zu, dass er kauft, weil er schlicht und einfach von steigenden Kursen profitieren will? Stattdessen werden hehre Gründe angeführt, denn das wirkt seriöser: etwa Investitionen in KI und damit in die Zukunft. Als ob das vor einem halben Jahr nicht möglich gewesen wäre und gerade jetzt nachgeholt werden müsste. Schon André Kostolany wusste: La hausse amène la hausse. Ich möchte mir heute anschauen, wie damit umgegangen werden kann.

Erstens: Sind die Aktienpreise schon während einer gewissen Zeit gestiegen, braucht es zusehends stärkere Anreize, um neue Käufer zu rekrutieren. Die Geschichten werden dann lauter vorgelesen, und dieser Lärm erschwert das eigene Denken. Aber jedem neuen Käufer steht logischerweise ein Verkäufer gegenüber, der die Aktie wahrscheinlich günstiger erworben hat. Es ist spannend, über dessen Argumente nachzudenken. Offensichtlich hat er seine Sache bisher ja gut gemacht. Deshalb: kühlen Kopf bewahren.

Trend überwachen

Zweitens: Trends gehen weiter, bis sie zu Ende sind, ebenso wie z. B. Pandemien. Wir berechnen und modellieren, um von der Zukunft eine Vorstellung zu haben. Diese benötigen wir, um uns zu orientieren. Weil wir die Zukunft aber nicht kennen, müssen wir die Vorstellung ständig mit Fakten überprüfen – und gelegentlich korrigieren.

Drittens: Man muss die Zukunft nicht kennen. Es reicht, zu erkennen, was zu tun ist. Da im Tief die Pioniere

kaufen, im Hoch dagegen die Euphoriker, hat jede Marktphase ihre typischen Eigenschaften. Das lässt sich in der Planung des Vorgehens nutzen.

Der Nasdaq 100 notiert genau dort, wo meine Projektionsmodelle ein Zwischenhoch erwarten. Aber eine Analyse ist keine Strategie. Ich halte deswegen nicht dagegen, wende aber eine restriktivere Taktik zur Positionsüberwachung an. Weil ein Trend so lange läuft und sich zuspitzt, bis er zu Ende ist, genügt dazu in dieser Phase jetzt ein simpler gleitender Durchschnitt.

Kaufplan erstellen

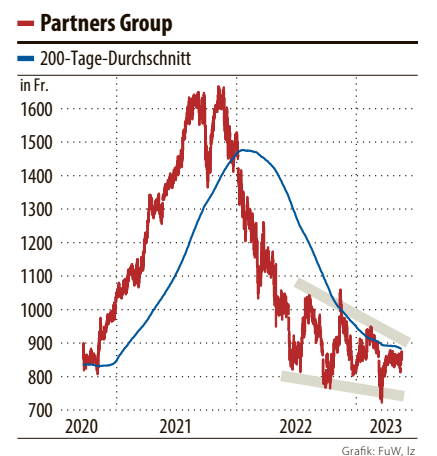
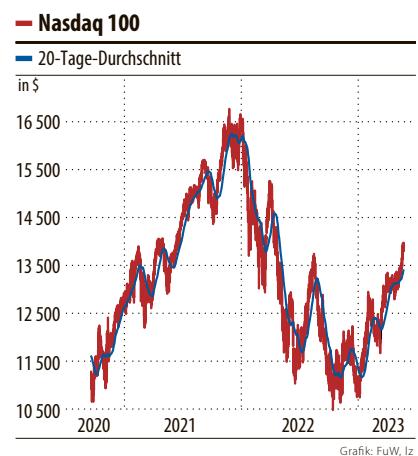
Die Aktie von Partners Group habe ich hier im Februar letztmals beurteilt. Es war von einem Bodenbildungsprozess die Rede. Dazu gibt es jetzt eine gute Nachricht: Dieser Prozess schreitet weiter voran, und die Perspektive ist, dass er in einigen Monaten zu Ende ist.

Ein Prozess ist kein Trend. Deswegen würde ich bei Partners Group keinen gleitenden Durchschnitt als Aktionsauslöser anwenden. Die Aktie scheint mir in dieser Situation auch nicht für Akteure geeignet, die eine Sofortperformance erwarten. Es braucht mehr Geduld, Kalkül – und jedenfalls auch eine Strategie.

Diese würde ich so gestalten, dass ich einen Kaufplan erstelle. In drei Monaten möchte ich mehr Aktien haben als heute. Aber ich kaufe nicht in steigende Kurse – und jedenfalls gestaffelt.

ROLAND VOGT, www.invest.ch/fuw

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



Meinungen zur Börsenlage

Goldilocks

Mit der Annahme, das Fed werde die Zinsen senken, hat Wallstreet die Auswirkungen der Geldstraffung auf die Finanzmärkte bis jetzt erfolgreich begrenzt. Dahinter steht auch der Glaube an ein Goldilocks-Szenario (moderate Inflation/Wachstum/Zinsen). Trotz allem dürfte die Straffung der Geldmenge M2 um bisher 8,1 Bio. \$ und der steilste Zinsanstieg der Geschichte mit Verzögerung zu einer Rezession führen. Wir fokussieren auf defensive Aktien mit günstiger Bewertung, stark abgestrafte Titel speziell im Gesundheitswesen, und selektiv auf langfristige Wachstumsthemen wie künstliche Intelligenz.

HELVETIC TRUST

Merck und Pfizer

Wir sehen an den Aktienmärkten nur begrenztes Kurspotenzial. Dies gilt besonders für die Indexschwergewichte in den USA und Europa, die sich aufgrund der hohen Bewertung und des grossen Abstands zur 200-Tage-Durchschnittslinie in einer blasenähnlichen Situation befinden. Der breite Markt und eine steigende Anzahl von Sektoren befinden sich bereits in einer Korrektur. Der Anleihenmarkt preist Leitzinssenkungen ein, die so nicht stattfinden werden, wir favorisieren kurzfristige Anleihen. Potenzial sehen wir in deutlich zurückgebliebenen Aktien wie Merck und Pfizer sowie im US-Biotechnologiesektor (Nasdaq) insgesamt.

YOUR WEALTH

Schweizer Value

Nach der jährlichen Neuausrichtung präsentiert sich unsere Liste der attraktivsten Schweizer Value-Aktien. Neu aufgenommen wurden Barry Callebaut, Leonteq und Medacta. Unverändert dabei sind im Bereich Grundstoffe/Industrie Bucher Industries, Holcim, SFS, Vetropack und Zehnder. Bei den Konsumgütern sind es Bell Food, Emmi, Forbo, Nestlé sowie Swatch Group. Im Technologiesektor behalten Also und Swisscom ihre Plätze. Die Finanzbranche repräsentieren Helvetia, Swiss Life und UBS, in Chemie und Pharma sind es Alcon, Lonza, Novartis, Roche, Siegfried, Sonova, Tecan. Ausgeschlossen sind Cembra Money Bank und Coltene.

SALMANN INVESTMENT MANAGEMENT

Wachstumsaktien

Die höheren Zinsen wirken sich negativ auf die Wirtschaft aus, wobei zinsempfindliche Sektoren wie der Immobilienmarkt zuerst betroffen sind, vor den Konsumenten und dem Arbeitsmarkt. Der US-Häusermarkt hat bereits massiv korrigiert, während die Konsumausgaben noch recht robust sind. Wir gehen aber davon aus, dass sich diese in den nächsten Monaten abschwächen, da die während der Covid-Zeit aufgebauten Ersparnisse aufgebraucht sind. Die Frühindikatoren verschlechtern sich. Somit werden die Zinsen wohl sinken, was langfristige Anlagen in wachstumsorientierten Sektoren wie der Informationstechnologie begünstigt.

PICTET ASSET MANAGEMENT