

«Zeit der Inflationsängste liegt jetzt hinter uns»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT CHRISTEL RENDU DE LINT Die Leiterin Investments bei Vontobel setzt auf Qualitätstitel in einem ausgewogenen Portfolio aus Aktien und Anleihen.

Frau Rendu de Lint, hat sich durch die Bankenturbulenzen etwas Grundlegendes an der Marktstimmung geändert?
Die makroökonomischen Aussichten hatten sich schon vorher geändert. Anfangs ging man davon aus, dass wir in eine Rezession geraten würden; dies änderte sich in «es wird nicht ganz so schlimm sein». Jetzt herrscht grosse Unsicherheit darüber, wann sich die jüngsten Ereignisse beruhigen werden. Sie machen uns jedoch klar, dass sich jede schnelle und deutliche Straffung der Geldpolitik auf die Wirtschaft auswirken wird.

Wie wirkt sich die Geldpolitik bisher aus?
Zinserhöhungen sollen die Wirtschaft bremsen und damit die Inflation dämpfen. Dabei können auch Schmerzpunkte entstehen. Im Moment treten sie aber nur sporadisch auf. Das werden wir in den nächsten Wochen beobachten müssen. Insgesamt werden wir eine höhere Volatilität haben, und die Wirtschaft wird wahrscheinlich langsamer wachsen. Das könnte zu einem schnelleren Rückgang der Inflation führen als gedacht.

Was hören Sie von Ihren Kunden oder von anderen Marktteilnehmern? Wie gehen sie mit der erhöhten Unsicherheit um?
Es ist anders als im Jahr 2022, das in negativer Hinsicht aussergewöhnlich war und bei den Anlegern wirklich grosse Sorgen ausgelöst hat. Aber der Grund dafür war, dass wir diese parallele Korrektur sowohl bei Anleihen als auch bei Aktien hatten.

Was hat sich dieses Jahr geändert?
Das Vertrauen ist zurückgekehrt, weil zu Beginn des Jahres die Anleger eine Bilanz der Bewertungen zogen, die nun viel attraktiver sind als ein Jahr zuvor. Und zweitens rutschte die Welt nicht direkt in die Rezession, wie viele befürchteten hatten. Vor allem festverzinsliche Wertpapiere haben eine Art Aufschwung erlebt. Es war fast wie eine neue Ära, plötzlich warfen Anleihen wieder Ertrag ab.

Und jetzt kommt der Dämpfer durch den neuen Stress auf dem Markt?
Eine höhere Volatilität führt in der Regel immer dazu, dass der Appetit der Anleger gedämpft wird. Aber es hängt sehr stark davon ab, wie gut und wie schnell sich die Märkte stabilisieren können und wie die weitere Entwicklung aussehen wird.

Wie beurteilen Sie die Schritte der Behörden in den USA und der Schweiz zur Stabilisierung der Märkte und zur Lösung der Bankenprobleme?
Die Regulierungsbehörden auf der ganzen Welt scheinen bereit und willens zu sein, die notwendigen Schritte zur Stabilisierung des Finanzsystems zu unternehmen. Es ist aber anders als 2008, als die Situation wirklich neu war. Damals gab es keine Pläne, und alles musste erst entschlüsselt werden. Ich denke, jetzt gibt es bis zu einem gewissen Grad einen Plan und ein starkes Verständnis dafür, dass die Finanzsysteme das Blutssystem der Volkswirtschaften sind.

In der Schweiz gab es auch Kritik?
Ja, wir hören starke Stimmen, die sich darüber beschweren, was nach der Lösung in der Schweiz mit der Kapitalstruktur passiert ist. Wir hören von Politikern, dass sie Fragen zum Wettbewerbsrecht stellen. Es ist noch ein bisschen zu früh, um Schlussfolgerungen zu ziehen.

Ein viel diskutiertes Thema sind die AT1-Anleihen von CS, die vollständig abgeschrieben werden, bevor die Aktionäre einen Totalverlust erleiden. Das verstösst eigentlich gegen die Idee dieser Anleihen, die im Ernstfall in Aktien gewandelt werden sollen. Hat die Finanzmarktaufsicht Finma richtig entschieden?
Auch das werden wir sehen. Es war sicher kein Standardentscheid. Die Europäische Zentralbank und die Bank of England haben gesagt, dass dies bei Instrumenten, die in ihre Zuständigkeit fallen, nicht mög-



«Das Ende des Straffungszyklus bei den Zinsen ist näher als erwartet.»

lich ist. Es handelt sich also um eine Schweizer Besonderheit, und auch hier gibt es viele Stimmen, die sagen, dass dies für die Finanzierung der Schweizer Banken in Zukunft problematisch sein könnte, wenn es die Kosten der Kapitalbeschaffung dauerhaft erhöht.

Die Aussichten für die Zinsen sind heute so unsicher wie schon lange nicht mehr. Aber wie steht es um die Perspektiven für die Inflation oder die Wirtschaft?
Die Zentralbanken müssen zeigen, dass sie es mit der Inflationsbekämpfung ernst meinen. Vor den jüngsten Ereignissen auf den Finanzmärkten oder im Banken-

«Multi-Asset-Strategien sind nicht tot. Investitionen in mindestens zwei Anlageklassen sind immer noch von Vorteil.»

sektor war es klar, dass die Inflation noch zu hoch ist. Erstaunlich ist, dass die Wirtschaft weitaus widerstandsfähiger zu sein scheint als erwartet. Wir wissen jedoch nicht genau, wann sich das Wachstum nach einer drastischen Straffung innerhalb eines sehr kurzen Zeitraums verlangsamen wird. Möglicherweise stehen wir kurz davor, denn Stress ist ein weiterer Indikator, dies zu erkennen. Das Ende des Straffungszyklus ist näher als erwartet.

Kann es sein, dass starke Zinserhöhungen nicht mehr so gut funktionieren wie früher?
Das glaube ich nicht. Man kann die Inflation immer von zwei Seiten betrachten. So kann sie produktions- oder kostenbasiert sein. Der Konsumentenpreisindex ist die Kostenseite. Auf der Produktionsseite ist es immer noch so, dass die Hauptursache für die Inflation die Löhne sind, weil unsere Volkswirtschaften hauptsächlich auf Dienstleistungen beruhen. Ich würde also erwarten, dass die gleichen

Schwankungsbreite der US-Aktien



Ursachen auch die gleichen Auswirkungen haben. Aber es stimmt, dass dies vielleicht nun langsamer geschieht. Doch wir haben auch viele sehr spezifische Ereignisse wie Covid, den daraus resultierenden Nachholbedarf und den Stress in den Lieferketten sowie am Arbeitsmarkt. Daher ist es für die Zentralbanken viel schwieriger zu wissen, wo sie stehen und wie viel sie tun sollten.

Wann wird sich der Trend bei der Kerninflation, also ohne Lebensmittel und Energie, endlich umkehren?
Das ist noch nicht klar. Der Rückgang der Kerninflation war bisher nicht überzeugend genug. Ich rechne mit einem Rückgang der Inflation, weil ich immer noch davon ausgehe, dass die Straffung der Geldpolitik wirkt. Auch die finanziellen Bedingungen werden sich verschärfen.

Besteht in den USA und in der Eurozone immer noch die Gefahr einer Rezession?
Dieses Risiko besteht. Wenn man die Wirtschaft abbremsen will, um die Inflation zu senken, bewegt man sich auf einem schmalen Grat. Die Zentralbanken müssen an der richtigen Stelle stoppen, um die Inflation zu senken, ohne die Wirtschaft zum Stillstand zu bringen. Es muss aber nicht unbedingt zu einer weltweiten Rezession kommen, bei der die Arbeitslosigkeit deutlich steigt und risikoreiche Anlagen erheblich korrigieren.

Wie sollten Anleger auf diese Aussichten und die Ungewissheit reagieren?
Sie sollten sich ein ausgewogenes Portfolio aufbauen, das vor allem auf Qualität setzt. Jeder muss das Risiko kennen und verkraften können, das er eingeht. Aktive Anleger sollten aufgrund der hohen Unsicherheiten tendenziell weniger Risiko eingehen. Damit will ich aber nicht sagen, dass man kein Risiko eingehen sollte, denn nicht zu investieren, ist auch ein Risiko. Schweizer Anleger müssen bedenken, dass der Franken eine Währung ist, die sich bei hoher Unsicherheit in der Regel aufwertet.

Was empfehlen Sie auf der Aktienseite?
Die Zeit der Inflationsängste mit starken Zinserhöhungen liegt hinter uns. In solchen Zeiten funktioniert der Qualitätsstil bei Aktien nicht so gut. In allen anderen Perioden schneidet Qualität tendenziell besser ab. Deshalb lohnt es sich jetzt, auf eine hohe Eigenkapitalrendite, eine hohe Gesamtkapitalrendite, eine starke Positionierung in der Branche und einen hohen freien Cashflow zu achten. Gerade in einem Umfeld, in dem es mehr Unsicherheit, weniger Transparenz und mehr Volatilität gibt, sollte man Qualität bevorzugen. Und diese Titel können aus allen Teilen der Welt stammen. Das Gleiche gilt für festverzinsliche Wertpapiere.

Sind bestimmte Märkte oder eine bestimmte Art von Anleihen interessant?
Bei festverzinslichen Wertpapieren würde ich einen diversifizierten Ansatz wählen. Schuldtitel der Schwellenländer sind sehr attraktiv. Das gilt auch für Anleihen mit Anlagequalität, also Investment-Grade-Rating. Bei Hochzinsanleihen kommt es darauf an, wie die Wirtschaft eingeschätzt wird. Anleger, die davon ausgehen, dass es eine harte Landung geben wird, sind wahrscheinlich besser beraten, wenn sie sich an ein defensiveres Profil und Investment-Grade-Anleihen halten.

Würden Sie noch andere Wertpapierkategorien empfehlen?
Ich persönlich würde ein diversifiziertes Portfolio aus Qualitätsaktien und -anleihen zusammenstellen. Und was die Ausgewogenheit des Portfolios angeht, so könnten es Staatsanleihen, Gold oder beides sein. Trotz des ganzen Geredes, dass Multi-Asset tot sei, glaube ich das nicht. Es ist immer noch von Vorteil, in mindestens zwei Anlageklassen investiert zu sein.

INTERVIEW: ANDRÉ KÜHNLENZ

Markttechnik

UBS und Kühne + Nagel

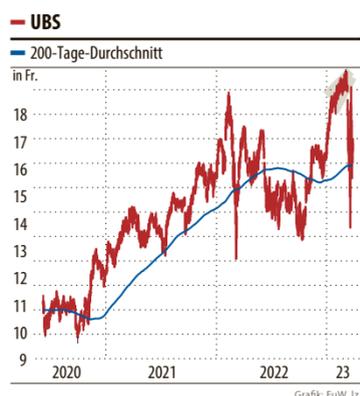
Vor zwei Wochen hatte ich an dieser Stelle Gelegenheit, meine Einschätzung zur CS-Aktie abzugeben. Heute wage ich dasselbe zu jener der UBS. Weshalb soll das nicht wieder gutgehen?

Die UBS-Aktie beurteilte ich am 17. März (vgl. Internet-Link am Ende dieses Beitrags). Der Kurs war im Vorfeld stark gefallen, und von dem, was dann am Wochenende geschah, war noch nichts bekannt.

Heute befindet sich der Aktienpreis von UBS auf annähernd dem gleichen Niveau wie damals. Das zeigt uns wieder einmal: News verändern nicht den Trend, aber die Volatilität. Bei Notenbankentscheidungen und vielem anderen verhält es sich in 95% der Fälle ebenso. Meine Überlegungen hierzu? Letztlich handeln nicht die News, sondern die Anleger. Und von ihnen handeln nur jene, die in den News eine neue Wegweisung erkennen und sich vom sofortigen Agieren einen besonderen Profit versprechen. Gäbe es News mit eindeutiger Indikation, würde sich jedoch entweder kein Käufer oder kein Verkäufer finden, es käme also überhaupt kein Handel zustande. Die Bewegungskräfte von News erschöpfen sich deshalb rasch.

Forcierte Korrekturphase

Zurück zur Sache. Ich bleibe dabei: Die UBS-Aktie hat Anfang März eine Korrekturphase begonnen. Durch die jüngsten Ereignisse ist die bereits angelaufene Korrektur forciert worden und zum mittelfristigen Trend sind grosse kurzfristige Schwankungen gekommen. Meine Prognose lautet, dass sich diese Schwankungen legen und die Aktie sich im Bereich um 17/16.50 Fr. genauso verhält und mit der Bodenbildung weitermacht, wie sie das auch



Meinungen zur Börsenlage

Bossard

Verlässlich und stets lieferfähig – dafür steht Bossard, der internationale Spezialist für Verbindungstechnik aus Zug. Auch bei angespannter Situation am Beschaffungsmarkt ist es dem Unternehmen gelungen, die Lieferfähigkeit jederzeit aufrechtzuerhalten. Dadurch konnte es seinen Ruf als zuverlässiger Partner untermauern. Bossards Zuverlässigkeit und globale Verfügbarkeit sind wertvolle Vorteile, die zu höherem Marktanteil und vollen Auftragsbüchern führen. Zusätzlich sorgen strukturelle Trends in den Bereichen Elektromobilität, Gesundheit und Maschinenbau für Wachstum. Fundamental trumpft Bossard mit hoher Profitabilität, solider Bilanz sowie – ausser 2020 – stetem und breit abgestütztem Wachstum. Das krisenresistente Geschäftsmodell überzeugt. **ACREVIS BANK**

Sportartikel

Ausser im Pandemiejahr 2020 ist der Sportartikelmarkt in den letzten zehn Jahren immer schneller gewachsen als das globale BIP. Von einem Marktvolumen 2021 von rund 300 Mrd. € dürfte er bis 2025 auf 400 Mrd. € wachsen. Seit der Pandemie werden wieder vermehrt Individualsportarten wie Walking, Laufen, Velo- oder Skifahren ausgeübt. In

sonst getan hätte. Für diesen Vorgang werden UBS voraussichtlich aber mehr Zeit benötigen. Das ist keine besondere Herausforderung für Anleger, die mit längerfristigem Zeithorizont agieren.

Zwei Szenarien

Wenn Charts zum Einsatz kommen, geht es oft um Linien und «Levels». Für mich dagegen ist die Art und Weise der Preisbewegung am wichtigsten. Die Kursgrafik der Aktie von Kühne + Nagel ist interessant, weil darin eine wunderbare und in sich abgeschlossene zweistufige Korrektursequenz erkennbar ist. Die Aktie befindet sich demnach mit hoher Wahrscheinlichkeit am Anfang eines neuen Aufwärtstrends. Dieser tritt zwar noch leise, aber auf diese Weise beginnt jeder neue Trend. Am lautesten ist er vor seinem Ende. Das ist logisch, denn damit eine Aktie eine markante Kurs Spitze erreicht, muss auch wirklich der letzte potenzielle Käufer mobilisiert worden sein.

Die Einschätzung ist also getroffen, und eigentlich müsste ich nun keine weiteren Worte verlieren. Bei Einschätzungen kann man aber auch falschlügen. Deshalb möchte ich ein alternatives Szenario diskutieren. Es läuft darauf hinaus, dass sich Kühne + Nagel in einer erweiterten Korrekturphase befindet. Die jetzige Struktur würde dann eine sogenannte Iteration ausbilden. Sie ginge typischerweise vom Raum 280/290 Fr. aus, und die Aktie würde von dort erneut nach unten ziehen. Wir kennen jetzt also die Zukunft immer noch nicht – aber wir wissen, worauf wir bei Kühne + Nagel achten müssen.

ROLAND VOGT, www.invest.ch/fuw

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



der Arbeitswelt wird lockere Bekleidung getragen – Marken-Sweatshirts und Sneakers sind omnipräsent. Nike ist mit einem Marktanteil von 15% die globale Nummer eins, gefolgt von der deutschen Adidas mit 10%. Der Rest des Marktes ist fragmentiert. Nach der Börsenkorrektur im letzten Jahr hat sich die Bewertung vieler Sportartikelhersteller normalisiert und liegt teilweise unter dem mehrjährigen Durchschnitt. **BASELANDSCHAFTLICHE KB**

Zinszyklus

Die Inflation zeigt sich besonders in Europa hartnäckiger als erwartet. Die Sorge um eine noch restriktivere Geldpolitik hat den Aktien- wie auch den Anleihenmarkt unter Druck gesetzt. Dazu kommt Stress im Bankensystem. Eine Ursache ist die jahrelange Nullzinsphase mit der umfassenden Zinswende ab 2022. Auch wenn ein akutes systemisches Risiko aktuell nicht vorliegt, zeigen sich deutlich die negativen Auswirkungen der Veränderungen in der Zinswelt. Die Zentralbanken werden in den kommenden Monaten ihre Zinsschritte noch genauer sondieren und nicht nur den Effekt auf die Inflation betrachten, sondern verstärkt auch den Einfluss auf die Finanzmarktstabilität miteinbeziehen. In Summe sollten wir daher bereits nahe am Höhepunkt des Zinszyklus stehen. **DZ PRIVATBANK**