

«Mit dieser Bewertung ist die Fallhöhe gross»

INTERVIEW MIT THOMAS HELLER Der CIO der Frankfurter Bankgesellschaft hält die US-Kursavancen für gerechtfertigt. Die Konjunkturerholung in Europa sei ein zartes Pflänzchen.

Das sich die Zölle in den Statistiken zur US-Wirtschaft bis anhin kaum niederschlugen, sei das neue Conundrum für alle Wirtschaftsbeobachter, erklärt Thomas Heller, Anlagechef der Frankfurter Bankgesellschaft. Die Berichtssaison zum dritten Quartal sollte gemäss ihm endlich Aufschluss darüber geben, wie stark die US-Unternehmen den Kostendruck auffangen. Die Frankfurter Bankgesellschaft ist die Privatbank der Sparkassen-Finanzgruppe, einer der grössten Finanzgruppen der Welt. Sie besteht aus zwei Vollbanken mit Sitzen in Zürich und Frankfurt am Main und verwaltet rund 21 Mrd. € an Kundengeldern.

Herr Heller, die Aktienmärkte, insbesondere US-Indizes, vermitteln mit den Kursavancen die Vorstellung eines perfekten Umfelds. Sehen Sie das auch so?

Ich würde zustimmen, aber letztendlich muss ich auch sagen, dass das Umfeld eben trotz aller Unsicherheiten relativ gut ist. Die Konjunktur in den USA schwächt sich zwar ab, läuft aber dennoch erstaunlich rund. Den Unternehmen geht es gut. Man darf auf die Berichtssaison zum dritten Quartal gespannt sein. Die Kernfrage ist nämlich, ob die Trump-Zölle sich doch noch in geringeren Margen niederschlagen. Unter dem Strich rechtfertigt das konjunkturelle Umfeld durchaus Kursgewinne, doch negative Überraschungen könnten bei den Bewertungsniveaus schlechter verdaut werden.

Im zweiten Quartal war von Margeneinbussen noch nichts zu sehen?

Nein, obwohl die Zölle bereits in Kraft waren, haben die US-Importzölle weder bei den Unternehmensmargen noch bei den Konsumentenpreisen nennenswerte Spuren hinterlassen. Das ist das neue Conundrum, ein neues Rätsel für die Konjunkturbeobachter.

Es bleibt also wenig Toleranz für negative Überraschungen. Von welcher Seite drohen am ehesten dunkle Wolken?

Bei den gegenwärtigen Bewertungsniveaus ist die Fallhöhe natürlich gross. Anzeichen für eine Korrektur sehe ich keine. Die grösste Gefahr droht wohl schon vonseiten der US-Konjunktur. Da muss man die Entwicklung am Arbeitsmarkt genau im Blick behalten.

Es gibt Warnungen, dass die Detailanalyse zum US-Arbeitsmarkt bereits auf ein enormes Rezessionsrisiko hindeute.

Der Arbeitsmarkt ist sicher der kritische Faktor, denn an seine Gesundheit ist natürlich auch der US-Konsument gekoppelt, der das Wirtschaftswachstum massgeblich treibt. Das Stellenwachstum hat sich zwar deutlich abgeschwächt, trägt aber aus meiner Warte noch keine rezessiven Züge.

Durch alle Politik- und Zollwirren hindurch klettern die Aktien weiter. Haben politische Börsen dermassen kurze Beine?

Es ist schon erstaunlich, wie resistent sich die Märkte in diesem Jahr zeigen und wie kurz diese Beine doch sind. Doch das könnte sich ändern, sobald Rezessionsorgen in den Vordergrund treten. Dann reagieren die Börsen auch sensibel auf andere Krisenthemen wie beispielsweise die steigende Staatsverschuldung in vielen wichtigen Wirtschaftsnationen. Daher kann es immer wieder Rücksetzer geben. Doch für eine grössere Korrektur müsste die Konjunktur deutlich bröckeln.

Wie ist es denn zu erklären, dass sich die Zölle so gut wie gar nicht in den Konsumentenpreisen niederschlagen?

Die US-Unternehmen haben früh damit begonnen, Lager von Importgütern aufzustocken, um die Zollbelastung zu mindern. Viele der Güter, die auf den Markt kommen, stammen aus diesem Lagerbestand von Beginn des Jahres oder sind mit wenig belasteten Vorprodukten erzeugt worden. Doch die Preise dürften in den kommenden Monaten eher anziehen.



«Der US-Arbeitsmarkt ist sicher der kritische Faktor.»

Die US-Notenbank Fed setzt die Wachstumsrisiken auch höher an als die Inflationsrisiken. Was ist von ihr noch zu erwarten?

Nach der Zinssenkung von 25 Basispunkten im September erwarte ich zwei weitere Schritte noch in diesem Jahr, im Oktober und im Dezember. Den zweiten Schritt hat der Futures-Markt nicht mehr ganz eingepreist. Die Pause, die das Fed von Dezember 2024 bis vergangenen Monat eingelegt hat, war schon ungewöhnlich lang. Jetzt hat es den Senkungszyklus wieder aufgenommen und wird meiner Meinung nach so schnell nicht mehr pausieren. Im kommenden Jahr folgen nochmals zwei Schritte nach unten.

«Die instabile politische Lage in Frankreich und das enorme Staatsdefizit sind weder neu noch überraschend.»

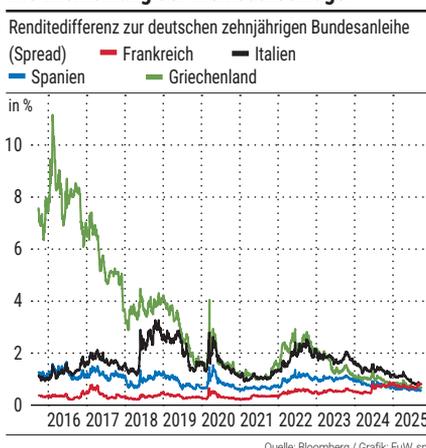
Und die Schweizerische Nationalbank wird an der Nullgrenze verharren?

Ja, die Hürden zu einem erneuten Negativzinsumfeld sind hoch. Solange die Konjunktur nicht entgleist, wird sie davon Abstand nehmen. Einer starken Frankenaufwertung würde sie wohl eher mit Deviseninterventionen begegnen als mit weiteren Zinssenkungen. Allerdings dürfte sie bei den Interventionen auch sehr vorsichtig vorgehen, um Vorwürfen der US-Regierung in Sachen Währungsmanipulation keine Nahrung zu geben.

Zurück zu den Aktienmärkten: Haben Sie eine Präferenz aus geografischer Sicht?

Wir halten in unserem Musterportfolio in der Regel ein Gleichgewicht zwischen den USA und Europa, also fünfzig-fünfzig, wobei Europa auch die britischen und die Schweizer Valoren umfasst. Das setzen wir momentan auch so um.

Die Entwicklung der Risikoaufläge



Verglichen mit einem globalen Index wie dem MSCI World, der etwa 70% US-Aktien enthält, gewichten Sie Europa also höher? Ja, genau, aus dieser Warte haben wir europäische Titel übergewichtet.

Haben Sie innerhalb Europas Präferenzen für gewisse Märkte?

Prinzipiell setzen wir das Portfolio bottom up zusammen, das heisst, wir ermitteln die attraktivsten Valoren anhand der Analyse der einzelnen Unternehmen. Die Länder- und die Sektorauswahl sind dann eher eine Resultante dieser Analyse. Natürlich machen wir auch eine Feinsteuerung, wenn wir der Meinung sind, ein Land oder ein Sektor ist über- oder unterrepräsentiert. IT in den USA und Finanztitel in Europa sollten momentan jedenfalls gut vertreten sein. Bei Energiewerten und Versorgern sind wir eher vorsichtiger. Diese Feinsteuerung wird dann oft mit ETF umgesetzt. Allerdings bestehen etwa 80% des Portfolios aus Einzeltiteln.

Die zwischenzeitliche Euphorie über die Wachstumsaussichten der Eurozone und Deutschlands im Besonderen ist etwas abgeflacht.

Zumindest besteht nach wie vor Hoffnung, dass einiges in Bewegung kommt und das Wachstum belebt. Nach wie vor ist ein deutlicher Stimmungsumschwung zum vergangenen Jahr zu spüren. Damals war die Unzufriedenheit, auch mit der Ampelregierung, sehr stark zu spüren. Immerhin werden nun etwa 500 Mrd.€ verteilt auf zehn Jahre freigesetzt. Dies entspricht mehr als 1% des deutschen Bruttoinlandsprodukts, das 2024 etwa 4300 Mrd.€ betragen hat. Diese riesigen Summen an Kapital müssen produktiv eingesetzt werden, um die Konjunktur nachhaltig voranzutreiben. Das ist der Knackpunkt. Noch ist die Wirtschaftserholung ein zartes Pflänzchen.

Machen Sie sich Sorgen um Frankreich, das zweitgrösste Euromitgliedland?

Die instabile politische Lage und das enorme Staatsdefizit sind weder neu noch überraschend. Insofern ist das auch kein Grund zu vermehrter Sorge. Der Bondmarkt nimmt schon seit geraumer Zeit eine Neubewertung der Staatsanleihen vor. Während die Risikoaufläge der anderen Staaten seit Jahren stark zurückgekommen sind, weiten sich die Spreads von Frankreich tendenziell aus. Das ist auch beruhigend, denn der Markt übersieht die Risiken nicht. Ausserdem hat die Europäische Zentralbank noch viele Instrumente im Koffer, um die Märkte im Notfall zu beruhigen. Im Falle des zweitgrössten Mitgliedlandes würde sie wohl auch nicht zögern, diese Tools einzusetzen.

Die Zinsstrukturkurve in der Schweiz ist sehr flach – der Leitzins ist bei null, ein zehnjähriger «Eidgenosse» wird mit etwa 0,28% verzinst. Lohnt sich ein Engagement in Bonds aus Frankenanlegersicht?

Da ist nicht viel Rendite zu holen. Man muss schon in riskantere Unternehmensanleihen oder in andere Währungen gehen. Natürlich ist ein US-Treasury deutlich höher verzinst, aber das Währungsrisiko ist nicht zu unterschätzen, und die Währungsabsicherung frisst die Höherverzinsung weg. Realwerte, also Aktien und Immobilien, sind attraktiver.

Was halten Sie von Immobilienengagements in der Schweiz, wo doch der Eigenmietwert abgeschafft wird?

Bis zur Abschaffung ist es ja wirklich noch eine Weile hin, aber prinzipiell ist dies aus Sicht von Immobilienanlegern hierzulande eher eine positive Entwicklung. Die Frage bleibt noch offen, wo genau angesetzt wird, um die Steuerausfälle zu kompensieren. Was passiert genau mit der Zweitwohnungsbesteuerung? Aber generell hat der Volksentscheid der Attraktivität des hiesigen Immobilienmarktes keinen Abbruch getan.

INTERVIEW: SYLVIA WALTER