

«Die Lage ist wohl nicht so schlimm wie befürchtet»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT PAUL JACKSON Der Leiter Global Asset Allocation Research des Fondshauses Invesco ist überrascht vom bisherigen Ausbleiben der Rezession.

Die Aktienmärkte sind in einer Erholungsrally – obwohl eine Rezession bisher ausgeblieben ist. Das ist die Beobachtung von Paul Jackson. Der Brite leitet das Asset Allocation Research des Vermögensverwalters Invesco und verfügt über 37 Jahre Erfahrung an den Finanzmärkten. Im Interview mit «Finanz und Wirtschaft» meint er, dass weiterhin Titel profitieren könnten, die in solch einer Marktphase historisch gesucht waren – etwa Bankaktien.

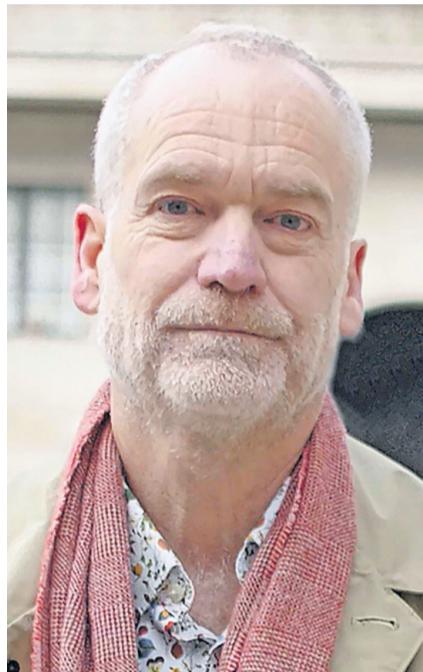
Für langfristig orientierte Anleger sind gemäss Jackson die Spekulationen um den genauen Verlauf der Zinspolitik weniger wichtig. Jedoch ist es für die gute Stimmung am Markt psychologisch notwendig, dass die Notenbanken nicht negativ überraschen.

Herr Jackson, Aktien sind im Aufwind, insbesondere zyklische Sektoren wie die Automobilindustrie – obwohl eine Rezession droht. Sind die Märkte zu optimistisch? Es ist ein typisches Phänomen, dass die Marktrends oft nicht mit den aktuellen Nachrichten und Ereignissen übereinstimmen. In Grossbritannien, wo ich wohne, sind die Nachrichten unaufhörlich schlecht, und doch scheinen die Finanzmärkte eine bessere Zukunft einzupreisen. Und ich kann verstehen, warum sich die Märkte positiv entwickeln.

Welche Faktoren stecken hinter der Rally? Wenn wir an das vergangene Jahr zurückdenken, war der Rückgang der Vermögenspreise auf ihre hohen Bewertungen zu Beginn des Jahres zurückzuführen. Ein Überfluss an Krediten und Liquidität trieb die Bewertungen in die Höhe, die dann durch einen Inflationsschock und die Politik der Zentralbanken beeinträchtigt wurden, die einen Anstieg der Anleihenrenditen verursachten und andere Vermögenswerte drückten. In diesem Jahr waren die Bewertungen jedoch nicht mehr so hoch, und da sich die Inflation beruhigt hat und die Zentralbanken weniger restriktiv sind, befindet sich der Markt in einem Erholungsmodus, auch wenn er noch keine ausgewachsene Rezession hinter sich hat. Es ist trotz dieser Gründe bemerkenswert, wie schnell und robust sich der Markt erholt hat.

Es bleibt doch das Risiko einer Rezession? Immerhin liegt der US-Einkaufsmanagerindex (ISM) unter 50, was auf eine Schrumpfung der Industrietätigkeit hindeutet. Dazu muss man wissen, dass es im ISM-Bericht heisst, dass der Übergang zu einer Rezession bei 43 und nicht bei 50 liegt. Obwohl es in den USA einige Anzeichen für eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums gibt, wie etwa einen Rückgang der Anlageinvestitionen, die in der Vergangenheit ein guter vorlaufender Indikator für das Wirtschaftswachstum waren, gibt es auch positive Zeichen. So hat die niedrigere Inflation einen positiven Effekt: Die verfügbaren Einkommen kommen unter weniger Druck, was eine weitere Verlangsamung der Konsumausgaben verhindert.

Wie sind die Aussichten für die Volkswirtschaften ausserhalb der USA? Die Volkswirtschaften in Europa, die vor einer möglichen Rezession gestanden sind, haben im Oktober Anzeichen einer



«US-Aktien sind teuer – ihre künftige Performance dürfte begrenzt sein.»

Verbesserung gezeigt, wie die Ifo-Umfrage unter Unternehmen zeigt. In der Vergangenheit gab es eine starke Korrelation zwischen der Ifo-Umfrage und der Entwicklung des Aktienmarktes. Gleichzeitig wird China von der Aufhebung der Covid-Beschränkungen und einer unterstützenden Geldpolitik profitieren, was die Wirtschaftsleistung des Landes ankurbeln sollte. Insgesamt ist die Lage also vielleicht doch nicht so schlimm wie befürchtet. Ursprünglich war ich der Meinung, dass wir inzwischen eine Rezession erleben würden, aber die Wirtschaft hat sich widerstandsfähiger gezeigt als erwartet.

«Langfristig orientierte Anleger müssen sich keine übermässigen Sorgen machen, wo der Leitzins seine Spitze erreichen wird.»

Selbst wenn es keine Rezession gibt, sollten wir uns keine Sorgen über niedrigere Unternehmensgewinne machen?

Genau wie die Gesamtwirtschaft sind auch die Unternehmensgewinne überraschend robust gewesen. Ich glaube, dass wir die Auswirkungen der steigenden Inputkosten auf die Profite überschätzt haben könnten. Traditionell geht man davon aus, dass die Gewinne eng mit dem arbeitenden Gewerbe verbunden sind, für das steigende Materialkosten ein wichtiger Faktor sind. Der derzeitige Aktienmarkt ist jedoch stark auf den Dienstleistungs- und Technologiesektor ausgerichtet, wo die Rohstoffkosten nur einen geringen Anteil an den Inputkosten haben. Und selbst wenn die Gewinne sinken sollten, würde dies nicht unbedingt zu einem Kursrückgang führen.

Was wäre der Grund dafür?

Der Effekt zurückgehender Unternehmensgewinne und Dividenden auf die Kurse könnte durch sinkende Marktzinsen kompensiert werden. Denn dadurch

würde sich das Bewertungsniveau der Aktien erhöhen. Im vergangenen Jahr sind die Unternehmensgewinne zwar gestiegen, aber die hohen Renditen haben die Bewertungen gedrückt, sodass die Aktienkurse gefallen sind. Derzeit sind die Gewinne noch nicht gesunken, aber da die Sorgen um die Wirtschaft die realen Anleihenrenditen nach unten treiben, steigen die Bewertungen. In gewissem Sinne könnten die Wachstumsorgen also den Aktienmarkt stützen.

Äusserungen von den Notenbankvertretern werden von den Märkten sehr genau beobachtet – aber wie bedeutend sind Spekulationen über die Geldpolitik tatsächlich?

Obwohl es ökonomisch nur einen geringen Unterschied macht, ob der endgültige US-Leitzins bei 5 oder 5,5% liegt, kann das die Stimmung und die Psychologie an den Märkten erheblich beeinflussen. Wenn der Markt den Eindruck hat, dass die Zentralbanken ihre restriktive Politik bald beenden werden, kann dies Vertrauen schaffen und dem Markt Auftrieb geben. Andererseits kann eine Enttäuschung, beispielsweise wenn die Spitze der Leitzinsen nicht im Mai, sondern erst im September erreicht wird, ein Hindernis dafür sein, dass der Markt seine Erholungsrally aufrechterhält. Und das geschieht aus rein psychologischen Gründen.

Wie sollten langfristige Anleger dann mit diesen Zinsspekulationen umgehen, wenn der ökonomische Effekt so gering ist?

Langfristig orientierte Anleger müssen sich keine übermässigen Sorgen machen, wo der Leitzins schliesslich seine Spitze erreichen wird. Allerdings sind US-Aktien derzeit teuer, was bedeutet, dass die künftige Performance im Vergleich zu anderen Regionen wie Europa und China sowie zu anderen Schwellenländern begrenzt sein dürfte. In Europa stellen die Bewertungen kein Hindernis für die Performance dar. Kurzfristig besteht jedoch ein erhöhtes Risiko einer Rezession, sodass man bei europäischen Aktien aktuell vorsichtig sein sollte. Aber wenn man etwas weiter in die Zukunft schaut, sollten solche Titel besser abschneiden, die sich normalerweise in der Anfangsphase eines Marktzyklus gut entwickeln.

Welche Sektoren des Aktienmarkts legen in einer Erholungsphase besonders zu?

In der Vergangenheit haben der Automobilsektor und die Finanzinstitute in der Regel in den ersten Phasen eines Aufschwungs gut abgeschnitten. Die Aktiva der Finanzinstitute, insbesondere das Kreditbuch der Banken, gedeihen in einer Erholungsphase. Zusätzlich tragen die gestiegenen Zinsen dazu bei, die Margen der Banken zu erhöhen. Darüber hinaus könnten auch Titel im Reise- und Freizeitbereich weiterhin gut abschneiden, da sie vom anhaltenden Öffnungsprozess in China profitieren.

Wie sollten Anleger die Meldungen zu Entlassungen der Tech-Unternehmen werten?

Die Konzerne im Technologiesektor galten lange als Wachstumsunternehmen, die gegen den Konjunkturzyklus immun waren. Inzwischen ist jedoch klar geworden, dass sie stark von den Werbeausgaben abhängen, die naturgemäss zyklisch sind. In schwierigen Zeiten gehören die Werbeausgaben oft zu den ersten Kostenfaktoren, welche Unternehmen kürzen. Die Entlassungen sind auch eine Folge des Personalüberhangs während der Coronapandemie, denn die Unternehmen hatten mit einem neuen Wachstumstrend aufgrund von Telearbeit, Digitalisierung und vermehrtem Home Entertainment wie Streaming-Diensten gerechnet. Diese Trends haben sich jedoch nicht wie erwartet eingestellt. Aus makroökonomischer Sicht könnten sich die Entlassungen auf die Konsumausgaben auswirken, aber der Effekt dürfte relativ gering ausfallen.

Europäische Aktien



Tech-Aktien

