

IM INTERVIEW: PAUL JACKSON

„Die Notenbanken haben eine Menge zu erklären“

Der Invesco-Anlagestrategie über Cash als Diversifizierungswerkzeug, steigende Zinsen und die Frage, wo die Inflation eigentlich herkam

Bonds liegen im Trend. Der Invesco-Strategie Paul Jackson konzentriert sich dagegen für seine private Altersvorsorge auf Aktien und Immobilien. Langfristig habe man dafür in der Regel eine gute Risikoprämie bekommen, selbst wenn die Anleiherenditen so hoch sind wie jetzt.

Börsen-Zeitung, 27.5.2023

Herr Jackson, ist im aktuellen Umfeld Bargeld nicht die beste Geldanlage?

Einige Jahre lang bekam man für Cash nichts. In der Eurozone musste man sogar Negativzinsen bezahlen. Jetzt sind wir zumindest an einem Punkt, an dem man mit Cash eine gewisse Rendite erzielen kann.

Wie viel ungefähr?

In den Ländern, die wir uns ansehen, sind es im Schnitt 3% bis 4%. Das ist zwar weniger als die Inflation, aber es ist mehr, als man für Staatsanleihen bekommt. Es ist auch mehr als die Dividendenrendite von Aktien. Ob es mehr als die Gesamtrendite von Aktien sein wird, weiß kein Mensch. Aber wir sind jetzt auf einem Niveau, an dem man denkt: Das ist gar nicht so schlecht. Cash hat auch den Vorteil, dass es da keine Volatilität gibt. Es gibt keine Korrelation mit anderen Assets.

Was hat das für Vorteile?

Barbestände sind ein ziemlich gutes Diversifizierungswerkzeug. Wir haben das im vergangenen Jahr gesehen, als sowohl Aktien als auch Bonds weltweit rund ein Fünftel verloren, während man auf Cash eine kleine positive Rendite bekam. Es war zwar weniger als die Inflation, aber Rohstoffe waren die einzige Assetklasse, die sich besser entwickelt hat. Wenn man nach vorne blickt, ist Cash also nicht nur für die Diversifizierung gut, sondern liefert auch eine Rendite. Deshalb ist verständlich, dass viele Anleger derzeit ziemlich hohe Barbestände halten.

Könnte das belegen, dass die Anleger nicht an die Erzählung von den schon bald sinkenden Zinsen glauben?

Vielleicht, aber wenn man sich die Preise am Anleihenmarkt ansieht, scheinen diese zu signalisieren, dass die Zinsen sinken werden. Am Markt für Fed Funds Futures wird ein ziemlich steiler Rückgang eingepreist.

Wie wirkt sich das aus?

Der sich in den Futures ausdrückende Glaube hat einen Anstoßeffekt auf die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen. Es gibt also Gründe für die Annahme, dass die Federal Reserve (Fed) den Leitzins senken wird. Man kann darüber streiten, ob sich das auf den Aktienmarkt ausgewirkt hat. Aber wenn man sich die Spreads von High-Yield-Bonds ansieht, befinden sich diese nicht auf den in einer Rezession gängigen Niveaus. Sie sind enger als während eines Wirtschaftszyklus im Schnitt üblich. Wenn es eine Menge Unsicherheit und Ängste mit Blick auf den Zyklus gäbe, würde ich einen höheren Spread erwarten. Da scheint es eine gewisse Selbstgefälligkeit am Markt zu geben.

Rechnen Sie mit einer baldigen Zinssenkung?

Ich habe schon Anfang des Jahres gesagt, dass die Fed bis Ende des Jahres in Panik geraten und den Zins senken wird. Es gibt Anzeichen dafür, dass sich die US-Wirtschaft verlangsamt. Die Inflation ist ziemlich schnell zurückgegangen und alles spricht dafür, dass sie weiter sinken wird. Wenn man das zusammennimmt, befindet sich die Fed in einer Position, den Zins im zweiten Halbjahr zu senken, nachdem sie im vergangenen Jahr reichlich Volatilität erzeugt und Probleme in der Bankenbranche geschaffen hat.

Und in der Eurozone?

Das ist eine andere Geschichte. Die EZB liegt weit hinter der Fed zurück, was die geldpolitische Straffung angeht. Sie wird vielleicht der Meinung sein, dass sie in dieser Hinsicht noch Arbeit vor sich hat. Die Inflation ist im vergangenen Jahr in Europa stärker gestiegen als in den USA, nicht nur in der Eurozone, sondern auch in Großbritannien. Aber ich denke, dass sie dieses Jahr schneller zurückgehen wird als in den Vereinigten Staaten.

Wieso das?

Zwei der Gründe, aus denen die Inflation im vergangenen Jahr so schnell gestiegen



ist, waren der Anstieg der Erdgaspreise, ein spezifisch europäisches Problem, und die Stärke des Dollars bzw. die Schwäche von Euro und Pfund. Beide Entwicklungen haben sich umgekehrt. Ende dieses Jahres, Anfang nächsten Jahres sollte die EZB das Gefühl bekommen, dass sie damit anfangen kann, die Zinsen zu senken. Aber bis dahin könnten sie weiter steigen.

Und die Bank of England?

Die bewegt sich vermutlich irgendwo in der Mitte. Sie steht aus meiner Sicht nicht unter Druck, eine bestimmte Richtung einzuschlagen, sondern kann ihren eigenen Weg gehen. Doch ihre Kommunikation war furchtbar, sehr erratisch. Es fehlte an Feingefühl, an Gespür dafür, wie man ankommt. Ein Beispiel war die Empfehlung aus dem vergangenen Jahr, doch keine Lohnerhöhungen zu fordern, oder dieses Jahr der Rat, Unternehmen sollten gestiegene Kosten nicht weitergeben.

Und dann war da noch der Chefvolkswirt Huw Pill mit seiner Version von Marie-Antoinettes „Sollen sie doch Kuchen essen“. Es ist schon erstaunlich, wie wenig Kritik es gab, obwohl so viel schiefgegangen ist.

Ja. Aber Notenbanken sind generell einer Menge Kritik entgangen. Meiner Meinung nach haben Notenbanken und Regierungen die Inflation erzeugt, die wir im vergangenen Jahr gesehen haben.

Durch exzessives Gelddrucken während der Pandemie?

Ja. Und mit Wladimir Putin hat man einen passenden Sündenbock gefunden. Nun wird immer wieder der Krieg in der Ukraine angeführt. Dieser hat die Inflation verstärkt, aber nicht in großem Stil. Die Notenbanken kamen insgesamt ziemlich leicht davon, was die von ihnen geschaffene Inflation angeht. Der Bank of England wird bislang nicht die Schuld an steigenden Zinsen und Hypothekenraten gegeben. Kwasi Kwarteng...

...war ein hervorragender Sündenbock.

Die Notenbanken haben eine Menge zu erklären. Es gab nach der Pandemie eine Menge Gruppendenken. Natürlich mussten sie die Volkswirtschaften stützen und unterstützen, was die Regierungen taten. Aber sie hielten viel zu lange an einer viel zu lockeren Geldpolitik fest. Und weil es alle so machten, fühlten sie sich wohl damit. Der Herdentrieb war ziemlich stark. Man predigte füreinander. Man müsse den Kurs halten, usw. Dann machte sich die Inflation bemerkbar, und man hätte sehr schnell umsteuern müssen. Aber die Fed hat in den vergangenen 30 Jahren schon so viele Fehler gemacht. Da ist das nur einer mehr. Und sie scheinen damit davonzukommen.

Was bedeutet all das für den Bondmarkt?

Die Renditen von US-Staatsanleihen dürften in den kommenden Monaten zurückgehen, vielleicht auch schon bis Ende des Jahres. Ich denke, dass sie von 3,5% bis auf 3,0% sinken könnten. Auf Zwölfmonatsbasis rechne ich mit 3,2%. Danach könnten sie wieder steigen. Ich glaube nicht, dass wir das langfristige Gleichgewicht erreicht haben. Die realen Zinsen liegen immer noch deutlich unterhalb des Potenzialwachstums. Aber kurzfristig können die Renditen sinken, während sich die Wirtschaft abschwächt. Das hebt dann die Investmentperformance von festverzinslichen Anlagen. Aber viel wird es nicht.

Wie viel ungefähr?

Ich erwarte für Staatsanleihen für die kommenden 12 Monate weltweit eine Rendite von vielleicht 3%. Da ist man mit Cash besser bedient. Mit qualitativ hochwertigen Unternehmensanleihen sollte man wegen des Spreads etwas besser abschneiden, auch mit Hochzinsanleihen.

„Cash hat den Vorteil, dass es da keine Volatilität gibt. Es gibt keine Korrelation mit anderen Assets.“

Und Aktien?

Generell denke ich, dass man mit Aktien mehr Rendite holen kann als mit Bonds, obwohl sich die Wirtschaft bereits verlangsamt, aber die Prämie ist nicht hoch genug, um einen für die Volatilität, und damit für die Risiken, zu entschädigen, die man sich mit Aktien ins Portfolio holt. Das gilt auch für Immobilien. Wenn ich also einen Optimierungsprozess versuche, um all diese Vorhersagen gegeneinander abzuwägen, kommt dabei heraus, dass die besten Assets Cash, Investment Grade und High-Yield-Bonds sind. Langfristig – also auf Sicht von zehn oder 20 Jahren – hat man in der Vergangenheit allerdings in der Regel eine ziemlich gute Risikoprämie auf Aktien und Immobilien erhalten, selbst wenn die Anleiherenditen so hoch sind wie derzeit. Für meine eigene Altersvorsorge konzentriere ich mich sehr stark darauf.

Aber was tun, wenn die Inflation nicht zurückgeht?

Als die Teuerung im vergangenen Jahr Fahrt aufnahm, hat sich Gold nicht besonders gut entwickelt. Es wurde seiner Rolle als Schutz vor Inflation nicht gerecht, als die Notenbanken damit begannen, die Geldpolitik zu straffen.

Warum war das so?

Weil Gold abgestraft wird, wenn die Anleiherenditen steigen und der Dollar stär-

ZUR PERSON

Paul Jackson könnte auch in Oxford oder Cambridge unterrichten. Der Strategie der Fondsgesellschaft Invesco wirkt intellektuell, kollegial und bescheiden. Wenn er spricht, könnte man meinen, es ginge um mehr als Geld. Als Global Head of Asset Allocation Research analysiert und kommentiert er makroökonomische Entwicklungen und ihre Auswirkungen auf die Kapitalmärkte. Davor arbeitete er als Aktienstrategie und Head of Research für Société Générale und veröffentlichte unter dem Titel „The Belgian Dentist“ regelmäßig Marktcommentare. Die Karriere des Oxford-Absolventen begann bei Morgan Stanley in London.

ker wird. Als Inflationsschutz hat es im vergangenen Jahr versagt, das ist schwer zu leugnen. Für Aktien gilt das mit Sicherheit auch. Man kann auch nicht behaupten, dass Rohstoffe diese Rolle ausgefüllt hätten, weil die Kausalität umgekehrt war – es waren die Rohstoffpreise, die die Inflation nach oben getrieben haben, nicht andersherum. Es ist schwer zu sagen, was einen im vergangenen Jahr vor der Inflation hätte schützen können. Rein theoretisch betrachtet, hätten Immobilien diese Funktion wahrnehmen müssen. Mieten sind meist an die Inflation gebunden. Dieser Einnahmenstrom sollte einen gegen die Teuerung absichern. Aber Immobilien hatten ihre eigenen Probleme und standen im vergangenen Jahr durch den Anstieg der Finanzierungskosten unter Druck. Ich denke trotzdem, dass einen Immobilien besser vor Inflation schützen als Aktien.

Wozu würden Sie also mit Blick nach vorn greifen, um vor Inflation besser geschützt zu sein?

Ich würde Immobilien sowie vielleicht Aktien und Bankkredite mit variablem Kupon bevorzugen. Da steigen die Zinsen mit der Inflation, was einen gewissen Schutz bietet.

„Bonds are Back“ ist also kein Slogan, dem man unbedingt Glauben schenken sollte?

Nicht wenn einem die Inflation Sorgen macht. Wenn man glaubt, dass die Inflation sogar noch steigt und die Zentralbanken die Leitzinsen weiter erhöhen, sind Anleihen keine gute Idee. Es gibt natürlich inflationsgeschützte Anleihen. Aber wenn wir zum Anfang 2022 zurückgehen, lag die Rendite von zehnjährigen TIPS bei minus 1%. Die Renditen entsprechender Instrumente aus der Eurozone lagen darunter, und in Großbritannien beliefen sie sich auf bis zu minus 3%. Wer um alles in der Welt hat das denn gekauft? Damit sicherte man sich eine negative Rendite, nur um sicher zu sein, dass einem die Inflation nichts anhaben kann.

Hat sich die Rendite inflationsgeschützter Anleihen inzwischen nicht verbessert?

Mittlerweile erhält man in den USA +1%, in Europa bekommt man nichts. Man kann das für so ein Instrument für ausreichend halten, weil es einem Inflationsschutz gewährt. Aber man bekommt keine echte Rendite. Sollte sich die Inflation festsetzen, würde ich immer noch erwarten, dass man mit Immobilien und Aktien langfristig besser fährt.

Aktien aus welchen Regionen würden Sie bevorzugen?

Europäische und japanische Aktien befinden sich eher in Übereinstimmung mit ihrem jeweiligen historischen Durchschnitt, Aktien aus den USA und Indien sind dagegen im historischen Vergleich

teurer. Mein Ranking sähe also so aus: China, restliches Asien, Emerging Markets, Europa, Japan und schließlich die Vereinigten Staaten am unteren Ende.

Und Indien?

Dazu kommen viele Fragen, aber ich halte die Geschichte für übertrieben. Die Wirtschaft hat sich gut entwickelt, aber meiner Ansicht nach ist das in die Aktienkurse bereits eingepreist.

Gute Story, schlechter Preis.

Ich finde auch, dass die Geschichte romantisiert wird. Es ist eine Story, die die Leute glauben möchten. Und sie wollen sie schon seit zehn oder 20 Jahren glauben. Aber sie scheint nie zum richtigen Schluss zu kommen. Es gibt immer Enttäuschungen.

Was ist mit britischen Aktien?

Wenn das Pfund schwächer wird, kommt es normalerweise zu einer Outperformance britischer Aktien im Vergleich zu Aktien aus den USA und Europa. Der britische Markt ist sehr offen, wenn es darum geht, wo die Gewinne der dort notierten Papiere herkommen. Wenn sich die Rohstoffpreise so entwickeln wie im vergangenen Jahr, profitiert der britische Markt davon für gewöhnlich in hohem Maße.

Wo liegt also das Problem?

Der britische Markt hat die globalen Indizes 2022 nicht in dem Maße überrundet, wie er es mit Blick auf die Wechselkursentwicklung hätte tun sollen. In Großbritannien muss etwas grundsätzlich schiefgegangen sein, so dass Large Caps nicht den Schub bekamen, den sie in der Vergangenheit von einer Schwäche der Währung erhalten haben. Das Pfund und die Rohstoffpreise haben geholfen. Aber das liegt hinter uns. Das Pfund hat sich von 1,03/1,04 gegen den Dollar auf 1,25 erholt, und ich denke, dass das so weitergehen wird.

Wie sieht Ihre Prognose aus?

Vor dem Votum für den Brexit hätte ich gesagt, dass der mittel- bis langfristige Gleichgewichtskurs gegenüber dem Dollar irgendwo zwischen 1,50 und 1,60 liegt. Angesichts des grundlegenden Schadens, den wir unserer weltweiten Wettbewerbsposition durch den Brexit zugefügt haben, halte ich nun eher 1,40 für angemessen. Mittelfristig gibt es also noch Raum für eine weitere Aufwertung des Pfunds, insbesondere wenn die Fed ihre Geldpolitik noch vor der Bank of England lockern sollte. Das ist durchaus im Rahmen des Möglichen. Die britische Wirtschaft gehört heute zu den schwächeren Volkswirtschaften in der entwickelten Welt. Mich überrascht, wie gut die Konjunkturdaten sind, weil ich das Gefühl habe, dass wir uns in einer ziemlich schlechten Position befinden. Aber vielleicht bin ich auch zu nah am Problem, um das objektiv zu beurteilen.

Was sind die guten Aspekte?

Positiv ist, dass britische Aktien nicht so teuer sind wie US-Aktien und dass das Pfund immer noch billig ist. Aus Sicht ausländischer Anleger kann man Assets billig auf sammeln. Die beste Zeit dafür war September, Oktober vergangenen Jahres. Vielleicht war dieses Fenster nicht lange genug offen, aber ich könnte mir vorstellen, dass sich eine Menge von US-Firmen potenzielle Übernahmeziele in Großbritannien angesehen haben. Eine Menge US-Touristen kommen, aber die britische Wirtschaft und die Leistungsbilanz haben nicht so stark von der Schwäche des Pfunds profitiert, wie man es vielleicht erwartet hätte. Wir scheinen die Fähigkeit verloren zu haben, von einer schwachen Währung zu profitieren. Meiner Ansicht nach ist der Brexit einer der Gründe dafür.

Warum hat Großbritannien nicht von der Energiekrise profitiert?

Wir importieren rund ein Drittel unseres Energiebedarfs, bekommen einen Anstieg der Energiepreise also in der Regel schmerzhaft zu spüren. Außerdem verlassen wir uns auch für die Hälfte unseres Lebensmittelbedarfs auf Einfuhren. Die USA dagegen sind in einer großartigen Position. Sie sind mittlerweile ein Nettoexporteur von Energie. Aber wie Deutschland stammt ein großer Teil unseres Stroms aus erneuerbaren Quellen im Inland. Hoffentlich wird er in Zukunft noch größer.

Das Interview führte Andreas Hippin.