

# «SNB-Zinserhöhung kommt frühestens 2019»

**MITTWOCHSINTERVIEW** Sigi Böttinger, CIO und Mitgründer von Pilatus Partners, erwartet wegen der niedrigen Inflation noch lange keine Normalisierung der schweizerischen Geldpolitik.

Herr Böttinger, nach der US-Notenbank Fed hat Anfang Monat auch die Bank of England die Leitzinsen erhöht. Wann folgen ihr die Europäische Zentralbank und die Schweizerische Nationalbank?

Bis zum Zinsschritt der EZB und der SNB wird es noch lang dauern. Ich erwarte die erste Leitzinserhöhung im Jahr 2019. So sieht es auch die Mehrheit am Markt: Die Zins-Futures signalisieren in den nächsten zwölf bis achtzehn Monaten keine Änderung der Geldmarktzinsen im Franken- und im Euroraum.

**Bis dahin müssen wir mit also Null- und Negativzinsen leben.**

Ich fürchte ja. Das Gespenst der Deflation ist zwar gebannt, doch die Inflationsraten verharren auf sehr niedrigem Niveau. In der Eurozone ist die Kerninflation, also die Teuerungsrate ohne die Preise für Energie und Nahrungsmittel, wieder unter 1% gefallen. Selbst für die Konjunkturlokomotive Deutschland rechnen die Marktteilnehmer für die nächsten zehn Jahre mit einer durchschnittlichen Inflation von lediglich 1,2%. Und solange die EZB nicht den ersten Zinserhöhungsschritt wagt, ist auch die SNB in der Negativzinspolitik gefangen.

**Wie passt das mit den Meldungen über eine kräftig anziehenden Konjunktur in Europa zusammen?**

Die Wirtschaft erholt sich zwar selbst in den einstigen Krisenregionen der Eurozone, doch die Währungsunion ist nach wie vor ein fragiles Gebilde, mit einem starken Gefälle zwischen den Kernländern um Deutschland und den Staaten an der Peripherie. Die spanische Wirtschaft etwa wächst wieder kräftig, aber die Jugendarbeitslosigkeit beträgt immer noch fast 40%. Die Löhne sind in den letzten Jahren im Zuge der internen Abwertung massiv gesunken. Bis in einem solchen Umfeld eine positive Inflationsdynamik entstehen kann, dauert es Jahre.

**Wie erklären Sie sich, dass auch in Ländern wie der Schweiz, Deutschland oder der USA, wo der Arbeitsmarkt in besserer Verfassung ist, die Inflation kaum ansteigt?**

Der Trend zu niedrigeren Inflationsraten ist die Folge des Strukturwandels. Es gibt keinen typischen Lohnzyklus mehr. Das hängt zum einen mit der Globalisierung zusammen und zum anderen mit der Digitalisierung. Diese Änderungen hinterlassen ihre Spur am Arbeitsmarkt. In den USA zum Beispiel ist die Arbeitslosenquote seit 2009 von 10 auf 4,1% gefallen. In der gleichen Periode ist aber die Erwerbsquote von 66% auf 62,5% zurückgegangen. Diese Divergenz zeigt, dass es ein enormes Arbeitskräftepotenzial gibt, das gerne beschäftigt werden würde, aber keine Arbeit findet und somit die Lohnbildungsprozesse beeinflusst.

**War es ein Fehler der SNB, die Zinsen unter null zu senken?**

Nein, das war unumgänglich und in der damaligen Situation richtig. Mit ihrem entschiedenen Vorgehen hat die EZB die Eurozone vor dem Auseinanderfallen gerettet. Und die SNB hat mit den Negativzinsen und dem Kauf von Devisen die Schweizer Exportwirtschaft vor Schlimmerem bewahrt.

**Nächsten Frühling wird Jerome Powell das Präsidium der US-Notenbank übernehmen. Was bedeutet der Wechsel an der Fed-Spitze für die Zinsen?**

Der Einfluss seiner Wahl auf die US-Geldpolitik ist unbedeutend. Es ist keine Trendwende zu erwarten. Das Fed unter Powell wird weiterhin die Leitzinsen behutsam in kleinen Schritten erhöhen. Die US-Wirtschaft ist nicht über alle Zweifel erhaben. Wir bewegen uns auf einem stabilen Wachstumspfad, aber von einer Überhitzung ist die US-Wirtschaft noch weit entfernt.

**Welche Implikation hat das für die globalen Anleihemärkte?**



«Schweizer Bondanleger müssen auch am Dollarmarkt aktiv werden.»

Die Bondrenditen werden – wenn überhaupt – nur langsam und graduell steigen.

**In den USA hat sich die Zinskurve verflacht. Was hat das zu bedeuten?**

Es drückt die Skepsis des Anleihenmarkts über die weitere Wachstums- und Inflationsdynamik aus. Auch die Break-even-Inflationsrate ist gefallen. Sie berechnet sich aus der Renditedifferenz zwischen normalen und inflationsgeschützten Staatsanleihen und ist ein marktbasierter Mass der Inflationserwartungen.

*«Das Killerargument gegen einen Bond-Crash ist die ungebrochen grosse Nachfrage nach qualitativ hochwertigen Anleihen.»*

**Es häufen sich Stimmen, die vor einer Blase am Bondmarkt und einem Crash warnen. Was halten Sie davon?**

Nicht viel. Der letzte richtige Bond-Crash war im Jahr 1994. Doch seither hat sich der Anleihenmarkt stark verändert. Es gibt ganz andere Möglichkeiten, ein Thema umzusetzen. Wenn ein Anleger unerwartete Inflation befürchtet, kann er inflationsgeschützte Anleihen kaufen und einen Teil der Realzinsen über die Laufzeit sichern. Ähnliches gilt für den Kreditmarkt, wo die Ausfallrisiken mit Derivaten viel besser gemanagt werden können als vor zwanzig Jahren. Das Killerargument gegen einen Crash ist aber meiner Ansicht nach die ungebrochen hohe Nachfrage nach qualitativ hochwertigen Anleihen.

**Wer sind denn die Käufer?**

Die Nachfrage kommt vor allem aus dem institutionellen Bereich: Versicherungen und Pensionskassen, die zum Teil auch aus regulatorischen Gründen in festverzinsliche Papiere mit höchster Bonität investieren müssen, selbst wenn die Renditen

ten negativ sind. Es kommt nicht selten vor, dass Neuemissionen bis zu dreissigfach überzeichnet sind.

**Die durchschnittliche Rendite bis Verfall des Obligationenindex SBI der Schweizer Börse beträgt 0,24%. Schlechter waren die Ertragsaussichten für einen Zinsinvestor noch nie.**

Ich bin überzeugt, dass auch im aktuellen Tiefzinsumfeld mit aktiver Portfoliobewirtschaftung und Diversifikation eine zufriedenstellende Rendite erreicht werden kann. Was zählt, ist schliesslich die reale Rendite, also das, was nach Abzug der Inflation übrig bleibt. Als die Zinsen bei 5% lagen, war es nicht einfacher. Damals war auch die Inflation viel höher. Meine Zielgrösse ist eine reale Rendite von 1,5%. Das ist auch in diesem Jahr realistisch.

**Wie wollen Sie das erreichen? Mit ganz langen Laufzeiten und hoher Duration?**

Nein, im aktuellen Umfeld sollte man das Zinsänderungsrisiko gering halten. Sinnvoller ist es, sich gezielt stärker gegenüber Kreditrisiken zu exponieren.

**Wie sieht eine solche Strategie konkret aus?**

Wenn Sie Futures auf deutsche Bundesanleihen leer verkaufen und gleichzeitig eine Euro-Unternehmensanleihe kaufen, ist das Investment gegen ein steigendes Zinsniveau teilweise immunisiert. Als Gewinn bleibt der Spread, also die Renditedifferenz zwischen der Unternehmensanleihe und der Bundesobligation.

**Am Frankenmarkt ist dieser Spread auch nicht mehr besonders gross.**

Deshalb müssen Schweizer Bondanleger auch am Dollarmarkt aktiv werden. Dort bleibt selbst nach Kosten für die Währungsabsicherung mehr übrig. Zudem ist der Markt liquider.

**Was ist mit den Schwellenländern?**

Es kommt immer auf die Schuldendynamik an, egal ob das Land nun als Schwellenland oder Industrieland klassifiziert ist. Südkorea und Chile sind gemäss MSCI Schwellenländer, sie haben ihren Staatshaushalt aber besser im Griff als viele Industrieländer. In den Schwellenländern gibt es insbesondere bei Emittenten mit Staatsgarantie attraktive Titel.

**Können Sie ein Beispiel nennen?**

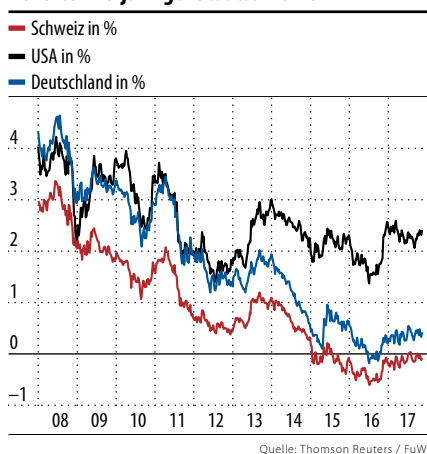
Nehmen Sie Empresa de Energia de Bogota. Das sind sozusagen die Stadtwerke der kolumbianischen Hauptstadt. Das Unternehmen weist stabile Ertrags- und Bilanzkennzahlen aus in einem Land, das wirtschaftlich auf der Überholspur ist. Die Rendite der 2021 fälligen Dollaranleihe beträgt 5,5%, bei einem mittleren Rating von BBB-.

**Argentinien hat im Sommer eine hundertjährige Anleihe zu weniger als 8% begeben. Was ist davon zu halten?**

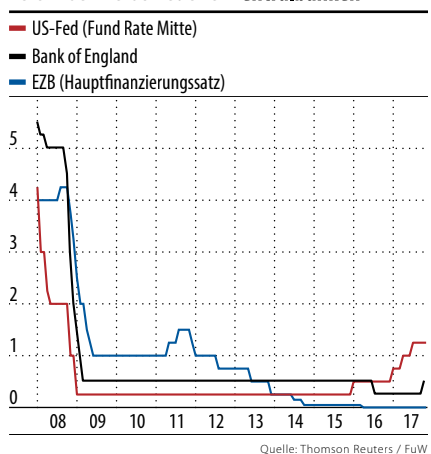
Das ist absurd. Argentinien ging zuletzt 2001 pleite und der Streit mit den Gläubigern wurde erst kürzlich beigelegt. Der Fall lehrt uns: Man darf sich als Bondanleger nicht zu sicher auf den Staatspapieren bewegen. Es gibt kaum ein Staat, der in den vergangenen hundert Jahren nicht zahlungsunfähig war.

INTERVIEW: PETER ROHNER

## Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



## Leitzinsen verschiedener Zentralbanken



## Markttechnik

### Adecco und Roche

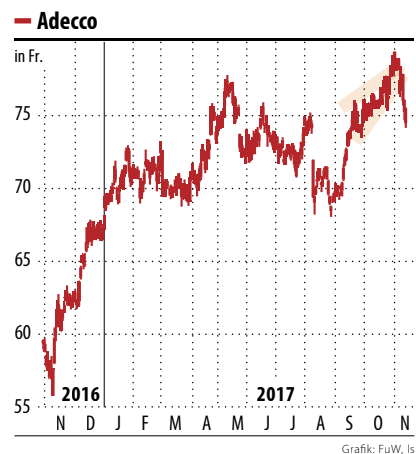
Wie kommt es, dass Adecco noch vor zwei Wochen auf Jahreshoch notierte, jetzt aber wieder auf dem gleichem Niveau wie vor sieben Monaten steht? Die Aktie hatte im Mai ihr zyklisches Höchst erreicht – genauso wie ein Flugzeug, das auf seine technische Maximalhöhe vorgestossen ist und keinen stabilen und sicheren Weiteranstieg mehr schafft. Sinkende Kurse verschaffen dann zwar bald wieder etwas Raum: Von leicht ermässiger Flughöhe lässt sich nochmals ein Anstieg wagen, der dann vielleicht ganz kurzfristig ein paar Meter höher führt. Doch diese neue Höhe ist dann nicht zu halten.

So lässt sich der Prozess beschreiben, der zurzeit bei ADEN und anderen Aktien in Gang ist. Der eigentliche Trend ist vorbei. Korrekter ist es jetzt, von Schwankungen zu sprechen – und das führt zur richtigen Verhaltensweise.

### Adecco laufen seitwärts

Dass der jüngste Kursanstieg vor dem Scheitern steht, hat sich durch die keilförmige Struktur schon vor Ende Oktober abgezeichnet. Handlungstechnisch ist Adecco damit vorerst in einem Trading-Modus mit Grenzzonen bei etwa 70/80 Fr. Für langfristig orientierte Investoren ist das nicht mehr besonders interessant, vor allem wenn sie so langfristig ausgerichtet sind, dass sie erst vor Kurzem eingestiegen sind.

Sollten Hinweise aufkommen, dass die faktisch schon seit Mai laufende Seitwärtsbewegung durch einen neuen Aufwärtstrend abgelöst wird, könnte die Aktie für «richtige Investoren» auch wieder reizvoll werden.



Roche hat seit Jahresmitte schon kräftig an Boden verloren. Überraschend kam diese Entwicklung nicht, wenn Sie meine Updates der vergangenen Monate aufmerksam verfolgt haben. Allerdings sehe ich jetzt einen Silberstreifen am Horizont, denn die Verhaltensmuster der vergangenen Wochen sprechen dafür, dass der Titel den Landeprozess eingeleitet hat.

### Korrektur bei Roche

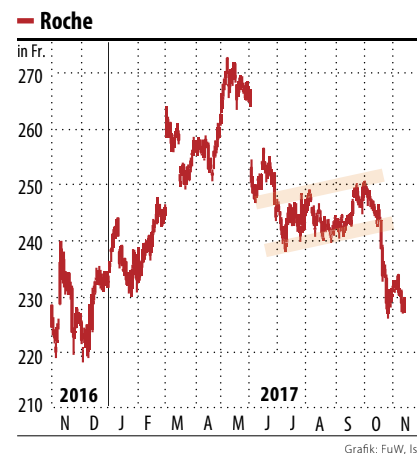
Im ungünstigsten Fall könnte ROG über die kommenden Wochen schon noch bis etwa 220 Fr. zurückfallen. Aber das grösste Stück der Abwärtsbewegung ist wohl schon vorüber – auch wenn der Schmerz nicht erst jetzt spürbar ist, sondern schon bei 250 Fr. war.

Das Wichtigste ist jetzt auch nicht, diesen lange unbemerkt gebliebenen Abwärtstrend zu erkennen. Sondern es geht um den Kontext, in welchem der Abwärtstrend steht. In diesem Fall ist das eine Korrektur. Aus strategischen Überlegungen ist vor oder nach dem Ende einer Korrektur zu kaufen und nicht vor ihrem Beginn.

Kurse können nur dann eine Spitze zeichnen, wenn der letzte kauffähige Investor mobilisiert worden ist. Und das geht nur dadurch, dass nach langer Zeit ein positiver Ausblick Konsens geworden ist. Die besten Entscheidungen trifft man an der Börse jedoch in Einsamkeit, sowohl am Top als auch am Boden.

ROLAND VOGT [www.invest.ch/frv](http://www.invest.ch/frv)

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



## Meinungen zur Börsenlage

### Industrieaktien

Wir erwarten für das nächste Jahr eine konjunkturelle Beschleunigung mit nur graduell steigender Inflation. Die starke Dynamik ist bei den Unternehmen speziell im Umsatzwachstum ersichtlich. Unter den bevorzugten Aktiensegmenten ist der zyklische Industriesektor. Er profitiert auch von Investitionen in die Automatisierung und zunehmenden M&A-Aktivitäten. Obwohl die Bewertungen bei gewissen Titeln bereits fortgeschritten sind, glauben wir, dass die Unternehmen durch den operativen Leverage-Effekt weiterhin beflügelt werden. Im Sektor schätzen wir u. a. Georg Fischer, Vinci, Schneider Electric und Fortive positiv ein. **CREDIT SUISSE**

### Jahrestrend

Marktteilnehmer neigen zur Vorsicht: Aktien sind nahe am Allzeithoch, und das Jahresende steht bevor. Grund genug für viele, den Gewinn zu realisieren und eine Korrektur abzuwarten. Was aber, wenn die Märkte weiterlaufen? Ein Wiedereinstieg wäre umso schwieriger und teurer. Die Statistik der letzten dreissig Jahre des Weltaktienindex MSCI ACWI in Franken zeigt, dass in zwei Dritteln aller Jahre der Trend bis Oktober in den letzten beiden Monaten fortgesetzt wurde. Bisher gab es sieben Jahre mit ähnlicher Performance von +15% bis Oktober. Bis Jahresende kamen durchschnittlich noch 5% hinzu und im Januar 4%. **HELVETIC TRUST**

### Vorschusslorbeeren Bankgewinne

Europas Aktienmärkte sind auf Konsolidierungskurs, Wallstreet bleibt ein Phänomen. Ein Jahr Trump und eine nahezu ununterbrochene Aufwärtsbewegung an den US-Märkten – und der Präsident hat nichts Zählbares geliefert. Die Frage ist, wann die Märkte die Vorschusslorbeeren einkassieren. Angesichts extremer Bewertungen, des grossen Optimismus und der hohen Investitionsquote bei Institutionellen sowie der ausgereizten technischen Marktverfassung scheint dies nur eine Frage der Zeit. Anfällig ist besonders der Technologiesektor. Der Euro sollte wieder an Stärke gewinnen und damit für Gegenwind an den europäischen Aktienmärkten sorgen. **YOUR WEALTH**

Bisher haben zwei Drittel der europäischen Banken ihre Zahlen für das dritte Quartal vorgelegt. Das erfolgreiche Gewinnbild aus dem zweiten Quartal setzt sich fort, wobei nun die Banken im Euroraum ein Gewinnwachstum von 15% gegenüber Vorjahr ausweisen (Zum Vergleich: Euro Stoxx +11,7%). Unserer Ansicht nach hat diese konstruktive Gewinnentwicklung noch weiteren Verbesserungsspielraum, da die konjunkturelle Dynamik und das Kreditwachstum hoch bleiben. Das spiegelt auch der starke, stabile Anstieg der Bankgewinnschätzungen auf Sicht von zwölf Monaten, der seit dem zweiten Quartal 2017 den des Gesamtmarktes übertrifft. **UNICREDIT**