

«Die Börsen sind noch nicht zu weit gelaufen»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT LUCA PESARINI Der Anlagechef des Vermögensverwalters Ethenea rät zu kurzlaufenden Anleihen sowie zu den Aktien der glorreichen sieben.

Wenn Fondsmanager Luca Pesarini auftritt, sind die Säle voll. Der Gründer und CIO der in Luxemburg ansässigen Fondsgesellschaft Ethenea kritisierte lange die Zentralbanken als zu zögerlich bei der Inflationsbekämpfung. Nun warnt er vor überzogenen Zinssenkungserwartungen. Wegen der anhaltend hohen Kerninflation dürften die Notenbanken an der Zinsschraube nur moderat nach unten drehen. An eine Rezession in den USA und Europa glaubt der erfahrene Marktexperte nicht.

Herr Pesarini, die Börsen sind in den letzten Monaten gut gelaufen. Ist zu viel Zinssenkungsfantasie eingepreist?

Meiner Ansicht nach sind die Zinserwartungen für dieses Jahr schon zu weit gegangen. In den USA stelle ich mich auf eine moderate Zinssenkung ein, die eher in der zweiten Jahreshälfte stattfindet. Ich rechne mit einer Senkung um maximal 1 Prozentpunkt auf 4,5%. Wegen der bevorstehenden Wahlen dürfte sich das Fed eher zurückhalten und sich nicht in die Politik einmischen.

Und was macht die EZB?

Die Europäer werden sich der Zinssenkungsrunde anschliessen. Die EZB wird den Leitzins maximal um einen Dreiviertelprozentpunkt reduzieren. Leitzinsen von 3,5 bis 3,75% in der Eurozone bis Ende 2024 halte ich für realistisch. Die Zentralbanken werden abwarten, ob die Inflation tatsächlich in den Zielkorridor kommt. Es sieht so aus, dass die Zweitrundeneffekte noch lange nicht abgeschlossen sind. Deshalb wird die Kerninflation – ohne Energie und Nahrungsmittel – in den USA und Europa auf hohem Niveau verharren und sich sehr zäh nach unten bewegen. Langfristig werden sich die Zinsen normalisieren und am kurzen Ende tiefer sein als am langen.

Sind Anleihen also wieder eine Alternative zu Aktien?

Ja, wenn man weiss, was man tut. Wir konzentrieren uns auf den Bereich Investment Grade, also ein Rating von mindestens BBB, mit einer Rendite von über 4% und einer Laufzeit von sieben Jahren. Leider finden wir zu diesen Bedingungen derzeit nichts. Deshalb haben wir uns in den Portfolios momentan auf Anleihen mit kurzer Laufzeit konzentriert. Wir kaufen auch zwei- bis dreijährige variabel verzinsliche Anleihen, also Floater, weil wir davon ausgehen, dass die Anpassung der Zinsen nicht so dramatisch sein wird.

Wo investieren Sie?

In Europa investieren wir in Anleihen von Institutionen wie der Europäischen Investitionsbank sowie in spanische Kurzläufer. Ausserdem haben wir kurze US-Treasuries von einem bis eineinhalb Jahren. Am kurzen Ende bekommen wir die besten Zinsen. Ausser in den USA und in Europa machen wir nichts. Wir haben keine Investments in Emerging Markets.

Wie stark setzen Sie auf die Schweiz?

Wir haben mehrere Anleihen von Raiffeisen und der ZKB. Die Schweiz hat eine sehr starke Wirtschaft und ist ein idealer Investitionsstandort. Leider wird in der Schweiz wenig in Euro emittiert, meist nur in Franken – wenn überhaupt. Deshalb haben wir bei den Emissionen von Raiffeisen und ZKB gerne zugegriffen. Es sind allerdings Bail-in-Anleihen, also weniger sichere Papiere. Aber ich gehe davon aus, dass nach dem Credit-Suisse-Desaster kein Emittent mehr den Fehler macht, Anleihen ausfallen zu lassen. Von AT1-Anleihen lassen wir die Finger.

Wie hoch ist Ihre Aktienquote?

Momentan liegt unsere Aktienquote in unserem Multi-Asset-Fonds Ethna-Aktiv bei 35%. Der restliche Teil unseres Portfolios steckt zu 50% in Anleihen, 10% in Kasse sowie knapp 5% in den JAB-Fonds der Kaffeefamilie Reimann.



Luca Pesarini: «Wir sind investiert in die Magnificent Seven, die muss man haben.»

Planen Sie nun, mehr in Aktien zu investieren?

Wir sind ein moderater Mischfonds. Unsere maximale Aktienquote beträgt 49%. Mit unseren 35% sind wir schon bullish. Wir können uns aber vorstellen, die Aktienquote noch auf 40% zu erhöhen.

Sind die Börsen schon zu weit gelaufen?

Nein, die Börsen sind noch nicht zu weit gelaufen, die Märkte spiegeln das Wachstum für dieses Jahr. Besonders in den USA. Wir haben keine Weltrezession, weil der amerikanische Staat eine enorme Verschuldung auf sich nimmt – gut 6 bis 7% des BIP pro Jahr. Im März gibt es von Biden noch paar Schecks dazu. Die USA verfügen über einen soliden Arbeitsmarkt. Hinzu kommt, dass sich die Amerikaner derzeit in extrem guter Konsumlaune befinden. Das ist wichtig, denn 70% des BIP macht der heimische Konsum aus. Wenn er rund läuft, gibt es keine Rezession in Amerika – und folglich auch keine Rezession in der Welt.

«Die Kerninflation wird in den USA und Europa auf hohem Niveau verharren und sich sehr zäh nach unten bewegen.»

Droht auch in Europa keine Rezession?

Nominal ist derzeit keine Rezession in Sicht, aber Europa hat grosse Probleme. Wir Europäer verfügen über keine Schlüsseltechnologien mehr und sind abhängig von Importen aus China. Und wir lassen uns von jedem kleinen ESG-Wind umhauen. Die EU versucht, beim Thema Dekarbonisierung eine Pionierrolle einzunehmen. Ob die Effekte erreicht werden, ist sehr fraglich.

Ist der ESG-Hype in der Fondsbranche überzogen?

US-Staatsanleihen



Quelle: LSEG / FUV

Die Fondsbranche will hier vorpreschen, um sich ökonomische Vorteile zu verschaffen. Doch bei den ESG-Kriterien herrscht Uneinigkeit. Es ist in Europa immer noch umstritten, ob Kernenergie nachhaltig ist oder nicht. Die Kriterien sollten wir jetzt vernünftig ausbauen. Unsere Portfolios sind ESG-konform. Die eingeführten ESG-Kriterien haben daran nichts geändert.

Rechnen Sie dieses Jahr an den Börsen mit weiteren Rekordhochs?

Ja. Es wird interessant werden bis Ende November. Dann könnten die US-Wahlen die Lage nochmals ändern. Ab November wäre Zurückhaltung angebracht. Bis dahin bin ich für die Börsen positiv gestimmt. Bereits jetzt nimmt die Marktbreite in den USA zu. Nicht nur die glorreichen sieben, die Magnificent Seven, steigen, sondern auch andere Sektoren wie Banken, Pharma und Industrie.

Bleiben Sie für Tech-Aktien optimistisch?

Das Thema KI ist bei den Gewinnen der Magnificent Seven noch gar nicht angekommen. Es könnte noch brutal zuschlagen. Die Magnificent Seven sind völlig unabhängig von der Zinsentwicklung. Konzerne wie Apple, Alphabet, Meta, Microsoft und Nvidia verfügen über dicke Geldpolster. Sie verdienen mehr Geld, wenn die Zinsen steigen, weil sie Milliarden auf der hohen Kante haben. Wir sind investiert in die Magnificent Seven, die muss man ja haben. Daneben dürften auch die nicht profitablen Technologieunternehmen an Bedeutung gewinnen. Sie sind zwar stärker vom Zinseffekt betroffen. Ihr Erfolg hängt aber vom Geschäftsmodell ab. Snowflake zum Beispiel ist resistent gegen die Zinsentwicklung. Derzeit haben wir Tech-Valoren übergewichtet.

Sie haben ja immer vor der zu hohen Staatsverschuldung gewarnt.

Wo sehen Sie nun überhaupt noch Risiken an den Märkten?

Die Verschuldung der Staaten nimmt weiter zu. Dieses Geld findet seinen Weg – in Form höherer Nachfrage. Und dies induziert höhere Aktienkurse und Inflation. Trotzdem sehe ich derzeit keine Gefahr einer Verschuldungskrise. Risiken sehe ich eher auf der Inflationsseite, besonders beim Thema Energie.

Immobilienkrisen führen oft zu Börsenkrisen. Könnte von China Unheil kommen?

Die Immobilienkrise in China haben wir schon. Sie wird auf kommunistische Art abgearbeitet werden – und ein bisschen nach dem Vorbild von Japan aus den Neunzigerjahren. Viele Chinesen haben mit ihren Immobilieninvestments viel Geld verloren. Zahlreiche Gebäude wurden nicht fertiggestellt wie geplant. Deshalb sind das Wachstum und der Konsum so stark rückläufig. Staatschef Xi versucht deshalb, die Exporte von Batterien und Solarpanels stärker anzukurbeln. Europa und die USA wehren sich dagegen mit Handelshindernissen. Meiner Ansicht nach müsste sich die chinesische Regierung vielmehr mit den Menschen beschäftigen, die ihr Geld durch die Immobilienblase verloren haben.

Sehen Sie weitere Risiken?

Es findet zunehmend eine Deglobalisierung statt. Sie führt zur Rückführung von Schlüsseltechnologien nach Europa und in die USA. Das heisst die Zweitrundeneffekte durch höhere Löhne wieder an, verstärkt also die Inflation. Wir hatten eine Schlüsseltechnologie wie die Solarindustrie. Die ist unter die Räder der chinesischen Subventionspolitik gekommen. Der schweizerische Photovoltaikhersteller Meyer Burger ist Opfer dieser Subventionsschlacht. Die EU sollte daher die chinesischen Importe stärker mit Steuern belegen. Oder sie sollte chinesische Importe nur zulassen, wenn die Unternehmen vor Ort in Europa produzieren.

INTERVIEW: NOTKER BLECHNER