

Basler Zeitung

«Viele rechnen mit einem Crash – das ist ein positives Zeichen»

Interview: Markus Diem Meier.
29.01.2014

Der Chefstrategie der Bank Julius Bär, Christian Gattiker, erklärt, warum er für die Börse optimistisch bleibt und warum gerade die vielen Zweifler ihn in seiner Einschätzung bestärken.



1/3 Die Korrekturen der letzten Tage und die Turbulenzen an den Währungsmärkten haben die Ängste vor einer schärferen Korrektur an den Börsen geweckt: Händler an der New York Stock Exchange.



Zur Person

Christian Gattiker ist Chefstrategie und Leiter Research bei der Bank Julius Bär.

Nach einer langen Aufwärtsbewegung haben die Märkte Mitte Januar deutlich korrigiert. War das der Anfang vom Ende des Rallys, oder war es nur ein Zwischenstopp und die Entwicklung geht wieder aufwärts?

Wir glauben nicht, dass die Aktien demnächst deutlich nach unten korrigieren werden. Die Korrektur, die sich in den letzten Tagen gezeigt hat, ist gut für den Markt. Die Investoren realisierten nach dem deutlichen Plus vor allem auf dem Schweizer Markt die mit den Aktien gemachten Gewinne.

Wieso hat der Schweizer Markt bis Mitte Januar stärker zugelegt als andere?

Das liegt vor allem an der Entwicklung des Dollar. Wenn die US-Währung sehr stark ansteigt, profitieren grosse Schweizer Unternehmen wie Novartis und Nestlé besonders stark, da ihre Umsätze zu einem besonders grossen Teil in Dollars anfallen. Diese Unternehmen dominieren den Schweizer Aktienmarkt.

Insgesamt häufen sich aber die geäusserten Zweifel über die Entwicklung am Aktienmarkt.

Das können wir auch als positives Zeichen werten. Viele Leute rechnen mit einem Crash in diesem Jahr. Auch mir erzählt jeder, der Optimismus der anderen sei übertrieben. Das weist darauf hin, dass ein solcher Überoptimismus in der Breite gar nicht existiert. Wenn die Marktteilnehmer schon sehr skeptisch sind, drückt sich das in den Kursen aus. Anders formuliert: Wenn umgekehrt alle nur an einen weiteren Aufwärtstrend glauben würden, wäre die Gefahr von Enttäuschungen und Korrekturen grösser.

Zum Zweifel Anlass geben könnten weitere Indikatoren. Die sogenannten Volatilitätsindizes – aus denen die erwarteten Schwankungen der Kurse aus Optionspreisen berechnet werden – sind in jüngster Zeit ebenfalls deutlich angestiegen. Sie gelten als Fiebermesser der Börse.

Die kurzfristigen Ausschläge dieser Indizes spiegeln stets die Korrekturen an den Märkten. Schaut man sie sich langfristig an, orientieren sie sich allerdings sehr eng an der Entwicklung des Zinsniveaus am Geldmarkt. Und an den Tiefstzinsen auf Barmittel wird sich vorderhand nicht so bald etwas ändern, daher wird es die Volatilität schwer haben, nachhaltig zu steigen.

Sie rechnen also nicht mit einem baldigen Ende der äusserst lockeren Geldpolitik, die bisher ein wichtiger Treiber der Märkte war?

Nein, ausser vielleicht der Bank of England wird keine grosse Notenbank in den Industrieländern im laufenden Jahr auf die Bremse treten. Selbst wenn die US-Notenbank wie erwartet heute ihre Anleihenkäufe von 75 auf 65 Milliarden Dollar pro Monat zurücknimmt und dieses Jahr auslaufen lässt, ist das kein Bremsmanöver, nur eine leichte Lösung des Fusses vom Gaspedal.

Kommen wir auf einen weiteren viel zitierten Warnindikator zu sprechen, der bereits rot blinkt: Das langfristige Kurs-Gewinn-Verhältnis des Wirtschaftsnobelpreisträgers Robert Shiller. Es zeigt mittlerweile eine weit über dem Durchschnitt liegende Bewertung etwa des US-Marktes an.

Wie der Statistiker Nate Silver eindrücklich zeigen konnte, macht das Kurs-Gewinn-Verhältnis von Shiller keine Aussagen über den Kursverlauf über die nächsten Monate oder sogar Jahre, sondern über einen Zeitraum von 20 Jahren. Erst mit Blick auf diesen langen Zeitraum ist mit geringen Renditen mit US-Aktien zu rechnen. Für das Jahr 2014 können wir wenig daraus lernen.

Wie steht es denn mit den aktuellen Bewertungen der Aktienmärkte?

Sie sind nicht billig, aber auch nicht überaus teuer. Der SMI bewegt sich mit 20 leicht über dem Langfristwert von 18. Ähnliches gilt für andere Indizes. Da aber gleichzeitig die Zinsen sehr tief sind, rechtfertigen sich höhere Kurse. Um es technisch auszudrücken: Was durch höhere Kurse an Risikoprämie verloren geht, wird durch tiefere Zinsen wieder gewonnen.

Welchen Einfluss haben die Währungsturbulenzen in den Schwellenländern auf die weitere Entwicklung der Aktienmärkte?

Die jüngsten Zinsschritte der türkischen oder auch der indischen Notenbank scheinen die Währungen dieser Länder wieder etwas zu stabilisieren. Das sorgt einerseits auf den Märkten wieder etwas für Ruhe. Eine Konsequenz der höheren Zinsen wird aber sein, dass sich das Wachstum der Schwellenländer weiter abschwächen wird. In den letzten Jahren galten sie als die Stars, auch für Aktienanlagen. Das ist vorbei, und die Aktien in den Industrieländern geraten wieder mehr in den Fokus. Unter dem Strich könnte also der Aktienmarkt etwa in der Schweiz von der Entwicklung profitieren.

Sie setzen wieder mehr auf die Industrieländer. Die Lage bleibt in den USA und erst recht in vielen europäischen Ländern noch sehr gedämpft, wie allein die Arbeitslosenquoten zeigen. Es kommt also nicht auf den absoluten Stand der Wirtschaft, sondern auf die Entwicklung an.

Ja, und die geht nach oben. Für die Aktienmärkte sind relative Entwicklungen wie das Wachstum wichtiger als der absolute Zustand. Und diesbezüglich spricht alles für die Industrieländer und nicht mehr so viel wie auch schon für die Schwellenländer.

Abschliessend noch ein Blick auf die Branchen. Aus Ihrer Einschätzung der Lage vermute ich, Sie setzen jetzt auf zyklische Aktien.

Das kommt darauf an, wo die Unternehmen vor allem engagiert sind. Industrieunternehmen mit einem starken Fokus auf Schwellenländern dürften weniger profitieren als solche mit einem starken Engagement etwa in den USA, wo das Fracking die Energie deutlich vergünstigt. Ausserdem werden wohl vor allem Banken profitieren, die vom klassischen Zinsdifferenzgeschäft leben, da anzunehmen ist, dass die Langfristzinsen weiter steigen, während die Kurzfristzinsen dank den Notenbanken tief bleiben. Das bedeutet, dass die Differenz zwischen ihren eigenen Zinskosten und den Erträgen für ihre Ausleihungen steigt.