

Standpunkt George M. Muzinich

«Wir leben in einem Disneyland der Finanzen»

3.10.2014,



In einigen Anleiheklassen kann man den Beginn einer Blasenbildung sehen. (Bild: Imago)

abl. · Für Janet Yellen, die Vorsitzende der US-Notenbank, hat George M. Muzinich viele lobende Worte. Ihr Eingeständnis, dass sich die Geldpolitik derzeit in einem Stadium des Experimentierens befinde, ist für Muzinich besonders bemerkenswert. Zudem begrüsst der Gründer und CEO der gleichnamigen New Yorker Vermögensverwaltung, dass das Anleihekaufprogramm schon bald ein Ende haben wird. Wie die meisten Marktbeobachter geht aber auch der auf Hochzinsanleihen spezialisierte Muzinich davon aus, dass die Politik des Fed noch in absehbarer Zukunft expansiv bleiben wird. Wann mit einer Zinserhöhung zu rechnen ist, möchte Muzinich aber nicht prognostizieren. Hier zitiert er wieder Yellen: Es hängt alles von der konjunkturellen Entwicklung ab. Der Konsens der Marktteilnehmer lautet, dass die US-Notenbank in der zweiten Jahreshälfte 2015 die Leitzinsen erstmals wieder anheben wird. Für diesen sanften Schritt positionierten sich die Anleger derzeit.



«Es gibt keinen Grund, europäische Staatsanleihen zu halten.»

George Muzinich
CEO Muzinich & Co.

Anders als in den USA ist in der Euro-Zone noch lange nicht mit höheren Leitzinsen zu rechnen – ganz im Gegenteil: Am Markt besteht sogar weiterhin die Hoffnung auf ein Anleihekaufprogramm nach amerikanischem Vorbild. Die hohen Erwartungen an eine solche Massnahme hält Muzinich, der als einer der weltweit besten Anleihefonds-Manager gilt, für ungerechtfertigt. Es sei ein Irrglaube, dass Geldpolitik Probleme lösen könne. Sie könne Zeit erkaufen, die Konditionen für eine konjunkturelle Erholung etwas verbessern, aber sie könne keine strukturellen Reformen ersetzen – und ebendiese hält der 72-Jährige für dringend nötig. Muzinich streicht hervor, dass das Wirtschaftssystem in den USA flexibler und dynamischer sei als das europäische, was auch der Grund dafür sei, dass die US-Konjunktur bereits eine Erholungsphase erreicht habe und Europa damit einen Schritt voraus sei.

Für viele Länder wie Italien oder Frankreich sind Strukturreformen ganz entscheidend, um einen Aufschwung zu erleben. Vor allem Frankreich stellt für Muzinich ein sehr negatives Beispiel dar. Fast 57% des Bruttoinlandprodukts (BIP) Frankreichs sind dem öffentlichen Sektor zuzurechnen. Dort sei die Grenze erreicht, inwieweit der Staat in die Wirtschaft eingreifen kann. Das System sei zu zentralisiert und auf den Staat ausgerichtet, eine Flexibilisierung sei ganz entscheidend. Das dies kein einfacher Weg wird, ist Muzinich bewusst. «Wähler geben ihre Stimme nicht für Schmerzen», sagt er – daher würden unpopuläre Entscheidungen aufgeschoben und der nächsten Regierung auf die Agenda gesetzt.

Obwohl steigende Zinsen vor diesem Hintergrund in der Euro-Zone mittelfristig nicht zu erwarten sind, hat Muzinich aber auch dort Unbehagen und Besorgnis aufgrund der historisch niedrigen Zinsen beobachtet. Die expansive Geldpolitik habe dazu geführt, dass man in einigen Anleiheklassen den Beginn einer Blasenbildung sehen könne. «Wir leben in einer Scheinwelt – im Disneyland der Finanzen. Eines Tages müssen wir Disneyland verlassen», sagt Muzinich.

Die Zinsen in der Euro-Zone können vom derzeitigen Niveau aus nicht mehr viel tiefer fallen. Für Muzinich gibt es daher keinen einzigen Grund, noch weiter europäische Staatsanleihen zu halten. Seine 1988 gegründete Investment-Boutique fokussiert sich auf Anleihen unterhalb des sogenannten «investierbaren Bereichs». Dabei handelt es sich um Emittenten, die von den internationalen Rating-Agenturen mit der Note «BB+» und schlechter eingestuft werden. Muzinich zeigt auf, dass die Möglichkeit, attraktive Obligationen mit Rating-Noten in den Bereichen «B» oder «BB» zu finden, weiterhin gross sei. In Europa sind die Renditen für Firmenanleihen etwas niedriger als in den USA, was auf den Renditeunterschied zwischen zehnjährigen US-Treasuries und Bundesanleihen dieser Laufzeit zurückzuführen ist.

Im Bereich der Bonitätsnoten «B» bis «BB» liegen die Renditen für US-Bonds derzeit bei 5% bis 6%, europäische Titel bringen 1 bis 1,5 Prozentpunkte weniger. Viele dieser Firmen seien solide finanziert und die Cashflows stabil, weshalb Muzinich erwartet, dass die Ausfallraten niedrig bleiben werden. Das Chance-Risiko-Profil sei für diese Anlageklasse überzeugend. Bei noch schwächeren Bonitäten wie «CCC» gehe man derzeit hingegen deutlich höhere Ausfallrisiken ein. Der Kauf von zehnjährigen Staatsanleihen erscheint Muzinich zu diesem Zeitpunkt allerdings die noch riskantere Alternative zu sein.