

Markttechnik

Wenn Sektorpräferenzen rotieren

Bis Ende des dritten Quartals hat der MSCI Welt rund 4% zugelegt. Mit einem Plus von 14% steht Information Technology ganz vorne. Doch hat gerade dieser Sektor im zurückliegenden Quartal Momentum verloren. Seinem Plus von 6% stehen +12% von Healthcare gegenüber, dessen Performance bis Mitte Jahr lediglich +0,3% betragen hatte. Den ganzen Zugewinn gab es im dritten Vierteljahr. Damit sind wir beim Thema Sektorrotation.

Die Verschiebung von Präferenzen zwischen den Sektoren stellt das Gegengift zu einer engen Marktbreite dar. Doch zunächst: Warum soll eine schmale Marktbreite negativ sein? Das lässt sich am besten am S&P 500 erläutern. Lediglich 100 Aktien dieses Index bringen wegen ihrer Grösse ein Gewicht von 80% auf die Waage. Die restlichen 20% verteilen sich auf 400 Aktien.

Informant Marktbreite

Eine niedrige und während längerer Zeit schrumpfende Marktbreite weist darauf hin, dass gewisse Populationen, die spezifische Strategien verfolgen, mit Kaufgeboten zurückhaltend sind. Meistens sind es Value-Investoren, die nicht bereit sind, davongaloppierenden Preisen nachzuerennen. Da diese Kreise gerne Aktien mittlerer und kleinerer Unternehmen kaufen, finden Titel dieser Kategorien Käufer erst zu immer niedrigeren Kursen. Institutionelle dürfen hingegen eine vorgegebene Aktienquote nicht unterschreiten. Diese erfüllen sie meist mit Indexanlagen, was einen gewissen Schutz für grosskapitalisierte Werte bietet. Eine allfällig aktive

S&P 500



Meinungen zur Börsenlage

Aktien global

Die US-Wirtschaft entwickelt sich weiter erfreulich, nicht zuletzt wegen der Steuerreform. Die Unternehmenszahlen sind bessere, und Analysten erhöhen die Gewinnerwartungen. Auch Japan und Europa befinden sich in einem günstigen volkswirtschaftlichen Umfeld, was wachsende Unternehmensgewinne erwarten lässt. Schweizer Werte litten jüngst unter dem wieder stärkeren Franken. Aber auf den Börsen lastet der Handelsdisput, und auch Italien schürt Verunsicherung. Dank des breit abgestützten volkswirtschaftlichen Aufschwungs steht einer weiteren positiven Marktentwicklung nichts im Weg. Wir investieren aber mit der gebotenen Vorsicht aufgrund möglicher politischer Entwicklungen.

SWISS LIFE ASSET MANAGERS

BB Biotech

Im September wurden die Aktien von BB Biotech mit einem Gewicht von knapp 1,5% in den Benchmark für unseren Swiss Small & Mid Cap Fund, den SPI Extra, aufgenommen. Wir sind vom Entscheid der Indexkommission der Schweizer Börse enttäuscht. Konsequenterweise haben wir als Schweizer Small- und Mid-Cap-Investor nicht in diese Beteiligungsgesellschaft mit vornehmlich amerikanischen Biotechunternehmen im Portfolio investiert, zumal die Aktie mit einer historischen hohen Prämie von 13% zum inneren Wert handelt.

ZCAPITAL

Quote fließt zumeist auch in die grosskapitalisierten Werte, weil kleinere zu wenig Liquidität aufweisen.

Somit ist eine schrumpfende Marktbreite eine Indikation dafür, dass eine kritische Masse der Marktteilnehmenden die Bewertungen als zu hoch empfindet. Statt aufgrund des eigenen, beschränkten Wissens ein Urteil darüber zu fällen, ob ein Markt zu hoch bewertet ist oder nicht, überlässt man auf diesem Wege die Beurteilung, was zu hoch ist, um noch akzeptabel zu sein, dem Markt selbst.

Informant Sektorrotation

Wenn niedrige Marktbreite nicht nach Kapitalisierung unterscheidet, sondern zu rotierenden Sektorpräferenzen führt, ist das Narrativ jedoch ein ganz anderes. Es ist jenes von Populationen, die sich durchaus auch mit Bewertungen und Perspektiven auseinandersetzen. Man ist aber vor allem mit Fragen konfrontiert, deren Beantwortung nicht auf der Zunge liegt, wie etwa jene, welche Konsequenzen sich aus der US-Handelspolitik ergeben werden. Dass zu einer Zeit, als genau diese Handelspolitik und die Reaktionen der Handelspartner besonders prominent verhandelt wurden, die Verschiebung der relativen Trends zulasten von Industrials und zugunsten von Healthcare stattfand, ist einer der vielen Hinweise auf eben diese Auseinandersetzung.

Solange kritische Wahlverfahren die Attraktivität zurückgebliebener Sektoren entdecken und in diese zu Lasten anderer Sektoren investiert, ist die Gefahr von plötzlichen Börsenmärkten äusserst gering. MIT-Professor Andrew Lo schreibt in seinem Buch «Adaptive Marktes», dass «das Umfeld und die Populationsdynamik der Marktteilnehmenden zu kennen» wichtiger sein könne «als jedes einzelne Faktorenmodell.» Das aufzudecken sehe ich als Funktion einer vernetzten technischen Analyse an, die nicht auf die Annahme wiederkehrender Muster aufbaut, sondern die Geschichte aufdeckt, die der Markt mit seinen codierten Informanten, den Preisen, erzählt.

ALFONS CORTES www.alfonscortes.com

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

Dollar

In den USA rechnen wir mit einem weiteren Zinsschritt im Dezember und nochmals drei im nächsten Jahr. Die US-Geldpolitik nähert sich damit rasch dem neutralen Satz, den das Fed auf 3% schätzt. Die EZB und die Bank von Japan haben währenddem noch nicht einmal begonnen, ihre ultraleichte Politik zurückzufahren. Daran wird sich bis weit ins 2019 hinein nichts ändern – für uns der Hauptgrund, die momentane Dollarschwäche als temporär zu taxieren.

ZÜRCHER KANTONALBANK

Irrlicht Volatilität

Volatilität, die Intensität von Kursschwankungen, wird meist als Risiko angesehen, also die Verlustwahrscheinlichkeit. Das könnte bedeuten, dass diese umso grösser ist, je höher die voraussichtlichen Kursschwankungen sind. Die potenzielle Gefahr kurzfristiger Verluste verhindert oft auf Langfristigkeit ausgerichtete Entscheide. Derzeit ist es ein Risiko, in mittel- bis langfristige Obligationen mit rekordtiefen Zinsen zu investieren, da bei steigenden Zinsen hohe Kursverluste drohen. Attraktiver Ertrag wird heute eher mit dividendenstarken Aktien erwirtschaftet. Dennoch wird häufig auf das Aktienrisiko hingewiesen. Das eigentliche Risiko aber sind mangelnde oder nicht regelmässig fließende Erträge. Langfristig ist für die Performance stets die nachhaltige Ertragskraft ausschlaggebend, und das für jede Anlageform.

SVTG

«Lieber Deutsche Post statt Amazon»

MITTWOCHSINTERVIEW Christoph Bruns, Fondsmanager der Frankfurter Aktienfondsboutique Loys, sieht in der aktuellen Schwäche der europäischen Börsen eine Kaufgelegenheit.

Herr Bruns, mit Ausnahme der USA notieren dieses Jahr praktisch alle grossen Aktienindizes im Minus. Warum ist die amerikanische Börse so stark?

Für das gute Abschneiden gibt es mehrere Gründe: Durch die US-Steuerreform ist der Steuersatz für binnenmarktorientierte Unternehmen im Mittel von rund 40 auf 24% gesunken. Damit hat Donald Trump den Unternehmen enorm geholfen. Die Nettogewinne steigen dieses Jahr um 20%. Das allein erklärt schon ein gutes Stück der Kursentwicklung.

Multinationale Konzerne wie Google und Apple haben aber schon zuvor effektiv viel weniger Steuern bezahlt.

Die Steuerreform enthielt auch eine Steueramnestie für die Gewinne, die im Ausland geparkt wurden. Diese Amnestie war für die internationalen Konzerne viel wichtiger als die Senkung der Unternehmensgewinnsteuern.

Was ausser der Steuerreform gibt dem US-Markt sonst noch Schub?

Wegen des Zinsvorteils ist viel Geld aus Europa in den Dollarraum geflossen. Ein Teil davon landet am Aktienmarkt. Nicht zu unterschätzen ist auch der Einfluss von passiven Anlageinstrumenten wie ETF. Da sie den grossen Märkten und Titeln automatisch das höchste Gewicht geben, treiben sie deren Preise nach oben. So entsteht eine Eigendynamik aus steigenden Kursen und noch grösserem Gewicht im Index. Immer wenn Geld in die Anlageklasse Aktien fließt, fließt besonders viel an die US-Börsen und dort vor allem in die grosskapitalisierten Tech-Unternehmen.

Es klingt, als stünden Sie den FAANG-Aktien – also Facebook, Amazon, Apple, Netflix und Google – eher kritisch gegenüber.

Bei diesen hochgejubelten und zum Teil teuren Tech-Werten fehlt die Sicherheitsmarge. Sie ist das Wichtigste bei einer Anlage, das hat schon Value-Legende Benjamin Graham gesagt. Die FAANG-Aktien sind etwas für Trendfolger und andere Spekulanten. Doch mit unserer Anlagephilosophie sind sie nicht kompatibel.

Wie lautet denn Ihre Anlagephilosophie?

Wir kaufen nicht einfach diejenigen Titel, die gerade einen guten Lauf haben und kräftig gestiegen sind, wie das heutzutage die Mehrheit tut. Wir sind vom anderen Camp: Wir schauen uns die Unternehmen an und prüfen, ob sie günstiger handeln, als sie wirklich wert sind. Man kann den Ansatz als Value bezeichnen, obwohl wir auch Wachstumsunternehmen mögen, wenn sie günstig bewertet sind. Das Wichtigste ist, nie zu viel zu bezahlen.

Wie sieht das in der Praxis aus? Können Sie ein konkretes Beispiel geben?

Die erste Frage ist immer, ob es das Produkt oder das Geschäft in zehn Jahren noch geben wird. Die zweite, ob der Preis stimmt. Deshalb investieren wir lieber in Logistiker als in E-Commerce-Plattformen. Wir haben in den Fonds keine Amazon, dafür Aktien der Deutschen Post. Ihr Geschäft ist zwar kapitalintensiv, dafür nicht so einfach zu kopieren. Die Markteintrittsbarrieren sind sehr hoch. Wenn dann solche Aktien wegen eines vorübergehenden Problems auch noch günstig bewertet sind, greifen wir zu.

Was halten Sie von US-Aktien im Allgemeinen? Geht der positive Trend weiter, oder ist die Rally nur ein einsames Strohhalm?

Es sieht für mich mehr nach einem Strohhalm aus. Denn der Schub, den die Unternehmen und die Wirtschaft durch die Steuerreform erfahren, ist vorübergehend und schon in den Preisen drin. Gleichzeitig kommen immer mehr Risikofaktoren ins Spiel, etwa durch höhere Zinsen, steigende Löhne und das riesige Haushaltsdefizit. Ausserdem sind amerikanische Aktien weltweit am höchsten bewertet, was wegen des kräftigen Wirtschaftswachstums zum Teil gerechtfertigt sein



«Bei Kursen um 60 Fr. sind Implenia ein Kauf.»

mag, aber keine gute Ausgangslage ist für langfristige Investitionen. Doch solange der Markt mit all dem kein Problem hat, kann die Party an den US-Börsen noch eine Weile weitergehen.

Sind die Aussichten für Europa so schlecht, wie es die Börsenkurse suggerieren?

Europas Börsen sind wie so viele Märkte dieses Jahr in einem Korrekturmodus. Besonders schwach sind die Bankaktien. Die Detailhändler leiden unter der Amazonisierung, der Auto- und der Zulieferindustrie macht der Handelsstreit zu schaffen. Die Korrektur eröffnet Kaufgelegenheiten, denn richtig tief fallen werden die Aktien nicht, solange die Realzinsen negativ sind. Es sei denn, es kommt zu einer US-Krise.

«Die erste Frage ist immer, ob es das Produkt oder das Geschäft in zehn Jahren noch geben wird. Die zweite, ob der Preis stimmt.»

Das heisst, die USA bereiten Ihnen mehr Sorgen als die Zukunft der Eurozone oder die Probleme der Schwellenländer?

Die Krisen in der Türkei oder Argentinien sind für die Länder eine Katastrophe, aber sie sind zu klein, um an den globalen Finanzmärkten einen Crash auszulösen. Einzelne Unternehmen sind von der Schwäche der Schwellenländer betroffen, aber der breite Markt spürt davon wenig. Die einzige Krise, die wir wirklich fürchten müssen, ist eine US-Krise. Und dafür spricht mehr denn je.

Sie meinen damit das Haushaltsdefizit und den fortgeschrittenen Konjunkturzyklus?

Nein, ich meine Donald Trump. Er bedeutet einen Strukturbruch – nicht wegen seines Stils, seiner Vulgarität und Impulsivität, sondern wegen seiner Aussenpolitik. Das ist eine Zäsur. Das Land, das in der Nachkriegszeit den Freihandel gefördert

Attraktive Schweizer Aktien



hat, macht jetzt kehrt, stellt sich auf einmal als Opfer dar und schottet sich ab. Trump gefährdet die traditionell guten Beziehungen zu Europa. Den ersten Staatsbesuch seiner Amtszeit stattete er nicht London, Paris oder Berlin ab, sondern Saudi-Arabien. Und als er dann endlich nach London kam, brüskierte er die Premierministerin und den Bürgermeister.

Bisher halten sich die Schäden des Konfrontationskurses in Grenzen, zumindest die US-Wirtschaft blüht.

Der Handelskrieg mit China hinterlässt nur Verlierer. Die Zölle und die Unsicherheit würden die Investitionen ab. Ich fürchte, das Wirtschaftswachstum wird in den kommenden Jahren deutlich nachlassen. Aber die Globalisierung lässt sich nicht mehr rückgängig machen, da ist Trump dreissig Jahre zu spät gekommen.

Sie sagen, in Europa gebe es durch die Kurskorrektur viele günstige Aktien. Finden sich darunter auch ein paar Schweizer?

Ja, natürlich. Implenia sind interessant. Das Bauunternehmen ist gut aufgestellt. Nun hat ein schwacher Ausblick die Investoren aufgeschreckt und dem Kurs geschadet. An der langfristigen Erfolgsgeschichte hat sich aber nichts geändert. Deshalb sind Implenia bei Kursen um 60 Fr. für mich ein Kauf.

LafargeHolcim gehören dieses Jahr zu den schwächsten Werten im SMI. Bietet die Korrektur eine Kaufgelegenheit?

LafargeHolcim habe ich auf dem Monitor. Die Zementhersteller leiden an einem Schwellenländermalus. Sie haben sich in den letzten Jahren stark auf die Emerging Markets ausgerichtet, was langfristig sicher richtig ist, weil dort das Wachstum stattfindet. Jetzt aber wurden die Aktien dafür abgestraft, womöglich zu Unrecht. An Holcim gefällt mir, dass sich das Unternehmen auf den Cashflow konzentriert und sich nicht mehr nur damit beschäftigt, ein globales Imperium aufzubauen.

Welche Schweizer Aktien stehen sonst noch unter Ihrer Beobachtung?

Georg Fischer zum Beispiel, ein klassischer Industriewert. Die Valoren stehen wegen des Handelsstreits und der Unsicherheit in der Automobilbranche unter Druck. Denn GF ist auch ein Zulieferer der Autoindustrie. Aber die Qualität ist hoch, und das Unternehmen hat sich breit diversifiziert. Die Titel sind sehr interessant, wenn der Kurs gegen 1000 Fr. sinkt.

Sie sind ein Verfechter des Aktiensparens. Nach zehn Jahren Bullenmarkt fällt das Umschichten nicht leicht. Was erwidern Sie auf solche Bedenken?

Man muss gestaffelt, am besten mit einem Sparplan, Monat für Monat ein wenig investieren. Und was die Bewertung angeht: Europäische Aktien sind nicht teuer. Gerade in Deutschland braucht es einen Gesinnungswandel. Die Deutschen sind so zinsbesessen. Das ist kein Vergleich zur Schweiz und zu anderen europäischen Ländern. Trotz Nullzinsen hängen sie am Sparbuch und an den Obligationen fest.

Was ist mit Gold oder Immobilien?

Ich rate, nur in produktive Sachwerte zu investieren, in Unternehmen, die sich den Bedingungen laufend anpassen. Gold bleibt immer gleich, es ist nicht produktiv. Gold ist keine Investition, sondern reine Spekulation, die auf der Hoffnung basiert, dass jemand anderes mehr dafür zu zahlen bereit ist. Als Eigenheim ist der Kauf einer Immobilie sinnvoll, aber nicht als Finanzanlage. Die Übertragungskosten sind gewaltig. Aktien hingegen können Sie jederzeit handeln. Ausserdem zweifle ich wegen der demografischen Entwicklung an der Nachhaltigkeit des deutschen Immobilienbooms. Vor allem in ländlichen Regionen schrumpft die Bevölkerung dramatisch, und die jungen Einwanderer können sich keine Immobilien leisten.

INTERVIEW: PETER ROHNER