

## Markttechnik

## Keine Erholung ohne Bankaktien?

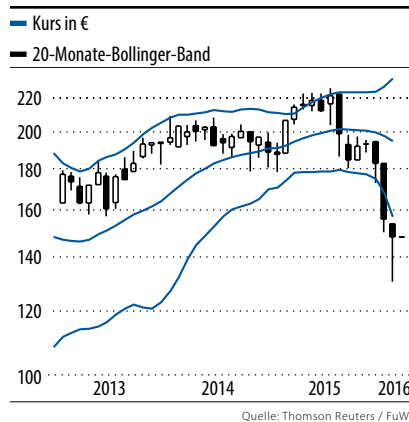
Beliebt sind vermeintliche Regeln wie die, dass eine Börsenhausse ohne die Beteiligung von Bankaktien nicht denkbar sei. Selbstverständlich ist sie denkbar. Die Börse ist ein Entdeckungsprozess. Als solcher muss jede Entdeckung denkbar sein. Zwar gab es stets wieder Sektoren, ohne die eine Hausse angeblich nicht gelinge: in den Neunzigerjahren Technologie, später Bankaktien. Die Vergangenheit lehrt uns jedoch, dass die Gewichtungen der Sektoren, einschliesslich Technologie und Banken, sich zu verschiedenen Zeiten in Hausse und Baisse sehr unterschiedlich präsentieren.

Interessanterweise ist die Kapitalisierung des Finanzsektors seit Beginn der letzten Hausse im März 2009 mit einem Plus von 41% zusammen mit Consumer Discretionary am stärksten gestiegen. Unter den Industriegruppen war es Software & Services mit +80% (bei +23% für den Sektor Informationstechnologie insgesamt). Die Bankengruppe hat mit +53% ihre Kapitalisierung am zweitstärksten ausdehnen können. Gestiegen ist auch die Kapitalisierung von Healthcare mit 9%. Alle anderen Sektoren weisen dagegen rückläufige Werte auf, am meisten Energie mit -52%.

## Offen für Neues

Die zukünftigen Entdeckungen werden, wie in der Vergangenheit, auch in Zukunft von scharfsinnigen Beobachtern erkannt werden, sofern sie die Beschränktheit ihres Wissens nicht vergessen haben und sich vom Markt leiten lassen. Zurzeit kann ich keinen Sek-

## Stoxx Banken



## Meinungen zur Börsenlage

## Ölmarkt

Ein tiefer Ölpreis ist der grösste Feind eines niedrigen Ölpreises, weil mit der Zeit das Angebot abnimmt. Wer nur noch produziert, weil der Verkaufserlös einen Fixkostenbeitrag leistet, wird die Produktion irgendwann einstellen respektive drosseln, weil auf Vollkostenbasis Verluste erwirtschaftet werden. Kurzfristig müssen noch Überangebote abgebaut und bereinigt werden. Wir glauben aber, dass die grössten Turbulenzen in der Preisentwicklung hinter uns liegen, nachdem der Ölpreis Mitte Februar mit gut 26\$ den tiefsten Punkt seit Mitte 2015 erreicht hatte. Insgesamt erwarten wir, dass sich daraus eine generelle Entlastung für die Aktienmärkte ergibt und würden auch Investitionen in die Aktien stark kapitalisierter integrierter Ölförderer wieder ins Auge fassen. **AQUILA**

## Aktien Europa

Die Unternehmen können sich dem eingetübten Umfeld nicht entziehen. Die Gewinnsschätzungen 2016 für die Titel des Stoxx 600, des Euro Stoxx 50 und des Dax wurden zuletzt erheblich reduziert. Nach den jüngsten Kursverlusten ist die Bewertung trotz der Rücknahme der Gewinnsschätzungen und gerade auch wegen der Dividendenrendite aber wieder attraktiv. Längerfristig orientierte Investoren sollten daher das aktuelle Kursniveau europäischer Aktien zu Engagements nutzen. **DZ PRIVATBANK**

tor erkennen, der sich aus der Baisephase zu verabschieden ankündigt und sich damit von den anderen absetzt.

Mit einem solchen Verhalten, als positive Divergenz bekannt, wird auch diese Baisse zu Ende gehen, denn auf dieser Ebene gibt es durchaus einen gewissen Determinismus im System, nicht aber auf Ebene der Präferenzbildung in Hausse und Baisse. Hier geht es nämlich nicht darum, was entdeckt wird, sondern, wie Entdeckungen vom System an die beobachtenden Teilnehmer kommuniziert werden. Sie sind Ausdruck von Divergenzen, die Gruppen denken aufbrechen. Dazu kenne ich keine unterhaltsamere und lehrreichere Literatur als das vom 1999 verstorbenen Psychologieprofessor Irving L. Janis verfasste Werk «Groupthink».

## Der Bankensektor aktuell

Nach der Finanzkrise von 2007/08, von welcher der frühere Gouverneur der Bank of England, Mervyn King, in seinem Buch «The End of Alchemy» schreibt, sei nicht auf das Versagen von Individuen zurückzuführen, sondern auf das Versagen eines Systems, das auf falsche Ideen aufgebaut worden sei, ist die Kapitalisierung des Bankensektors von 10,4% Mitte 2007 um 42 auf nur noch 6% im März 2009 gefallen. Der Höhepunkt danach wurde im März 2014 mit 10% erreicht. Seither hat das Gewicht der Banken im MSCI Welt auf 9,2% abgenommen.

Der Sektor ist weiterhin relativ schwach. Angeführt wird diese Schwäche vom Euro Stoxx Banken, gefolgt vom Stoxx Banken, der auch europäische Häuser ausserhalb des Euroraums umfasst. Die nordamerikanischen Bankaktien sind relativ schwach zum S&P 500, hingegen relativ stark zu den europäischen Bankaktien. Wie in anderen Sektoren auch, würde eine Erholung gegen den Trend nicht überraschen. Eine Trendwende wäre das nicht. Das erste Signal in diese Richtung würde in einem Rückschlag nach einer Erholung liegen, der technische Stärke verrierte. Darauf zu warten lohnt sich, obwohl Warten schwerfallen kann. **ALFONS CORTES** www.unifinanz.li

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

## Pfund und Brexit

Im Sommer werden die Briten über ihre EU-Mitgliedschaft abstimmen. Seit Anfang Dezember ist das Thema im Fokus der Finanzmärkte, das britische Pfund hat seitdem handelsgewichtet fast 10% verloren. Wir halten diese Reaktion für übertrieben, da wir dem Brexit weiterhin eine niedrige Wahrscheinlichkeit beimessen. In der Vergangenheit stimmte das Volk in solchen Fällen meist für den Status quo und gegen die Ungewissheit. Bis zur Abstimmung am 23. Juni wird das Pfund unter Druck stehen. Verbleibt Grossbritannien in der EU, so rechnen wir mit einer Währungsberholung in der zweiten Jahreshälfte. **UBS WEALTH MANAGEMENT**

## Fixed Income

Anleger stehen vor dem Dilemma, entweder einen potenziell negativen Ertrag in Kauf zu nehmen oder in riskantere Anlagen wie in Aktien zu investieren. Einen möglichen Ausweg bieten qualitativ höherwertige Unternehmensobligationen sowie ausgewählte Hochzinstitel und Bankkredite. Es gibt mehrere Gründe, die gerade jetzt für diese Papiere sprechen: die soliden Fundamentaldaten der meisten Unternehmen, ihr zunehmend anleihenfreundlicheres Verhalten sowie technische Marktdaten. Vor allem aber sind die Bewertungen attraktiv, und die Zinsprämien sind höher, als es angesichts der Fundaments und der soliden US-Konjunktur angemessen wäre. **PIMCO**

## «Der Bullenmarkt ist nicht zu Ende»

**MITTWOCHSINTERVIEW** Daniel Egger, Chief Investment Officer von Maerki Baumann, macht sich antizyklisch für die Aktien UBS und Credit Suisse, für Gold und für Agrarrohstoffe stark.

## Herr Egger, wie interpretieren Sie den harschen Kurseinbruch seit Anfang Jahr: Korrektur oder doch Baisse?

Betrachtet man den Verlauf des globalen Aktienmarktes, ist der Kurseinbruch seit Jahresbeginn der zweite Teil einer Bewegung, die bereits im Sommer 2015 begonnen hat. Von da bis zum Tief Mitte Februar ging's ziemlich genau 20% abwärts, was nach gängiger Meinung einem Bärenmarkt entspricht. Gleichzeitig aber hatten wir seit viereinhalb Jahren keine breite und scharfe Korrektur, das Gummiband war sehr gedehnt. Wir bleiben für Aktien mittelfristig positiv gestimmt. Den Kursrückgang werten wir als Korrektur in einem übergeordneten Aufwärtstrend.

## Werden sich die Märkte bald stabilisieren?

Kurzfristig hat das Anlegervertrauen deutlich Schaden genommen, weshalb wir für die kommenden Wochen und Monate mit einer volatilen Phase rechnen. Insgesamt dürften sich die Märkte allmählich stabilisieren, gefolgt von einer Aufwärtsbewegung, die aber von jähren Gegenbewegungen unterbrochen wird. Denn die Risiken, von denen es aktuell genügend gibt, sind vielfältig.

## Auch eine hohe Volatilität birgt Chancen.

Würden Sie dies nutzen, mit Derivaten? In einzelnen Fällen empfehlen wir risikofähigen Kunden einfache Optionsstrategien wie Short Puts auf attraktive Titel. Dies jedoch nur im Kontext eines bestehenden Portfolios und mit klarem Fokus auf den Fall, dass man die Titel angedient bekommt.

## Ist die Zeit schon reif für Zukäufe?

Wir gehen wie gesagt nicht davon aus, dass der Bullenmarkt zu Ende ist. Sicher, die Risiken einer US-Rezession sind in den letzten Wochen gestiegen, die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten haben zugenommen, und die Risikoaufschläge von Hochzinsobligationen haben stark angezogen. Trotzdem stufen wir die Wahrscheinlichkeit eines langfristigen Abwärtstrends als gering ein – einen Vergleich mit 2008 und der zurückliegenden Finanzkrise halten wir nicht für angemessen. Wir empfehlen weiterhin, schrittweise das Aktienengagement zu erhöhen.

## Und verkaufen? Offenbar realisieren Anleger immer noch Gewinne. Werden sie auch noch verkaufen, wenn Verluste anfallen?

Prozyklisches Verhalten ist in der Regel weit verbreitet und ist auch jetzt vielerorts zu beobachten. Der entscheidende Erfolgsfaktor von Anlageentscheidungen ist jedoch nicht, ob eine Position im Gewinn oder im Verlust liegt, sondern wie die Aussichten sind. Sollten sich die Perspektiven wegen eines Schocks – geopolitisch, währungspolitisch oder makroökonomisch – deutlich eintrüben, wäre eine Neubeurteilung notwendig. Aktuell sehen wir aber trotz des Pessimismus an den Finanzmärkten keine Notwendigkeit dafür.

## Zurzeit orientieren sich die Börsen stark am Ölpreis. Jeder Preisrückgang schürt Konjunktürrängste. Wie fragil ist das weltwirtschaftliche Gerüst?

Der Ölpreistruck ist primär auf das starke Angebotswachstum und die fehlende Bereitschaft wichtiger Opec-Staaten zurückzuführen, ihre Produktion zu drosseln. Von einer konjunkturell bedingt schwindenden Nachfrage kann keine Rede sein, die Ölnachfrage wächst über 1,5% jährlich. Für einzelne rohstoffproduzierende Länder birgt der niedrige Ölpreis zwar enorme Probleme, gleichzeitig profitieren andere Länder – ein Nullsummenspiel. Die Weltwirtschaft ist weniger fragil, als die Entwicklung an den Finanzmärkten in den vergangenen Monaten suggeriert.

## Droht in den USA, Sie haben es angesprochen, eine Rezession?

Das Risiko hat in den letzten Wochen sicherlich zugenommen, wenn man beispielsweise die vorlaufenden Einkaufsmanagerindizes betrachtet. Zudem sind



Daniel Egger: «Katastrophenszenarien für den Bankensektor sind übertrieben.»

sinkende Unternehmensinvestitionen in diesem Jahr sehr wohl möglich, was für sich genommen eine deutliche Gefahr für die Konjunktur darstellt. Schliesslich kam es in den USA seit 1955 in neun von elf Fällen zu einer Rezession, wenn die Unternehmensinvestitionen im Jahresvergleich sanken. Da verbleibt der Konsument als letzte Stütze – hier sehen wir wegen der niedrigen Ölpreise und des allmählich anziehenden Lohnwachstums in den nächsten Quartalen keine Schwäche.

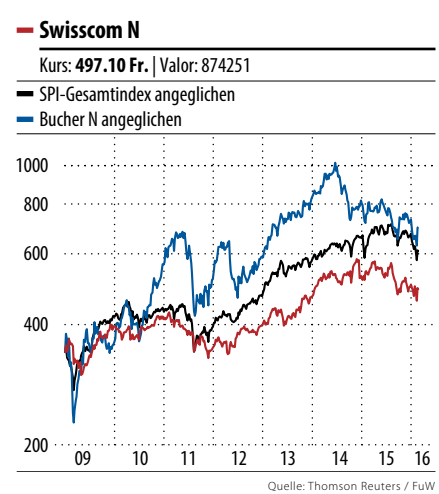
«Die Weltwirtschaft ist weniger fragil, als die Entwicklung an den Finanzmärkten in den vergangenen Monaten suggeriert.»

## Wie entwickeln sich allgemein die Unternehmensgewinne?

Die Margen besonders von US-Unternehmen sind sehr hoch. In Europa und auch in Japan gibt's noch Luft nach oben. Sollte sich das nominale Wirtschaftswachstum auch in diesen Regionen erholen, wovon wir ausgehen, darf mit einem ansehnlichen Umsatzzuwachs in den kommenden Jahren gerechnet werden. Gemessen am Shiller-KGV, auf Basis des inflationsbereinigten mittleren Gewinns der letzten zehn Jahre, sind globale Aktien mehr als eine halbe Standardabweichung günstiger als der 35-Jahre-Durchschnitt.

## Was Anleger ebenfalls umtreibt: Haben die Notenbanken noch genügend Vertrauen und Macht, um die Situation zu beruhigen?

Das Arsenal der Notenbanken – Stichwort unorthodoxe Geldpolitik – darf nicht unterschätzt werden. Das «Endspiel», also die Entscheidung, ob die Zentralbanken das Ruder aus der Hand verloren haben oder nicht, wird sich erst in einigen Jahren weisen. Es wird dann der Fall sein, wenn die Inflationsraten auf Niveaus steigen, die



zum jetzigen Zeitpunkt kaum jemand für möglich hält. Betrachtet man Tips, inflationsgeschützte US-Staatsanleihen, sind die Inflationserwartungen sehr tief. Aber das muss nicht so bleiben – siehe die robuste Konjunkturentwicklung in den USA.

## Um Mehrwert zu erzielen, drängt sich in schwachen Märkten aktives Anlegen auf. Wie gehen Sie vor?

Wir haben zurzeit ein Übergewicht in europäischen und japanischen Aktien, aufgrund des erwarteten Gewinnwachstums in diesen Märkten. Für Schweizer Kunden wird zudem die Schweiz übergewichtet. US-Aktien sind neutral gewichtet, Wallstreet ist relativ gesehen weiterhin überbewertet. In den Schwellenländern sind wir untergewichtet – trotz sehr attraktiver Bewertung möchten wir hier zuerst eine Stabilisierung sehen. Sektorspezifisch investieren wir gegenwärtig fast neutral – mit der Ausnahme von zwei leichten Übergewichten in Energie- und in Goldminertiteln, die wir beide als deutlich unterbewertet betrachten.

## Mit Rohstoffen schwimmen Sie gegen den Strom.

Gold betrachten wir als Portfolioversicherung und nicht zuletzt auch als Inflationschutz. Daneben sehen wir aktuell in Agrarrohstoffen ein attraktives Niveau, um eine mit anderen Anlageklassen wenig korrelierte Position aufzubauen.

## Was tun im Fixed-Income-Bereich, bei negativen Zinsen für sichere Staatsanleihen, den hohen Schwankungsrisiken und der Verletzlichkeit von High Yield Bonds?

Von Obligationen mit negativer Rendite würden wir uns fernhalten. High Yields haben wir in den letzten zwei Jahren gemieden, aus der Überzeugung heraus, dass Aktien ein besseres Chancen-Risiko-Verhältnis aufweisen. Angesichts der niedrigen Inflationserwartungen erachten wir inflationsgeschützte Anleihen als attraktiv. Zudem sehen wir bei Schwellenländeranleihen Renditen, die das mit den Papieren verbundene Risiko mehr als wettmachen.

## Zurück zu den Aktien, wo auch Titel guter Dividendenzahler wie zum Beispiel Zurich Insurance und Swiss Re arg gerupft wurden. Sticht die Dividende nicht mehr?

Wir betrachten einen gewissen Anteil nachhaltiger Dividententitel als gute Depotbeimischung. Zurich haben einen «perfekten Sturm» erlebt, der neue CEO sollte eine Stabilisierung bringen. Bei Swiss Re hat der Verzicht auf eine Sonderdividende den einen oder anderen Anleger enttäuscht, wir würden bei fortgesetzter Schwäche zukaufen. Als Aktie mit hoher und stabiler Dividende sehen wir zudem Swisscom.

## Wie beurteilen Sie den Gesundheitszustand von Banken und ihren Aktien?

Die starke Underperformance ist sicherlich beunruhigend. Doch Katastrophenszenarien für den Sektor sind übertrieben. Viele Institute sind mit deutlich mehr Kapital ausgestattet als vor der Finanzkrise. Die Bewertung hat auf Preis-Buchwert-Ebene in Europa ein Niveau erreicht, das 75% tiefer liegt als 2007 – auf diesem Niveau stufen wir den Sektor trotz des weiterhin schwierigen Umfelds als attraktiv ein. Positionen sollten in Schritten erhöht werden, sollte es nochmals zu Schwäche kommen.

## Welche Schweizer Titel mögen Sie generell?

Swatch Group erachten wir auf dem aktuellen Niveau als sehr interessant. Swisscom bleiben ein Stabilisator im Depot, und bei CS und UBS würden wir bei einem neuerlichen Ausverkauf nochmals zugreifen. Die Pharmatitel gehören in jedes Portefeuille, besonders nach dem deutlichen Rückgang der letzten Monate. Unter den Small Caps halten wir Bucher für langfristig sehr interessant.

INTERVIEW: HANSPETER FREY