

«Kursschwächen zum Kauf nutzen»

MITTWOCHSINTERVIEW Otto Waser, Partner von R&A Group, erwartet anhaltend niedrige Zinsen.

Herr Waser, nach gängiger Meinung bleibt die gute Börsenstimmung intakt, solange die Notenbanken Liquidität schöpfen und die Zinsen tief bleiben. Teilen Sie diese Ansicht?

Die Regel, sich nicht gegen die Notenbanken zu stemmen, gilt besonders für Rezessionsphasen. Rezessionen waren in der Vergangenheit meist kurz. Unterstützt von kräftigen Zinssenkungen kam die Wirtschaft jeweils rasch wieder in Gang und hat Aktienkäufe gerechtfertigt. Dass Notenbanken Jahre nach der letzten wirklichen Rezession von 2009 die geldpolitischen Schleusen nochmals massiv öffnen, ist hingegen ein neues Phänomen.

Was heisst das?

Der alten Börsenregel wird etwas unbesehene generelle Gültigkeit zugeschrieben. Entscheidend wird bleiben, ob in der Realwirtschaft solide Cashflows und Dividenden erwirtschaftet werden und die Beschäftigung steigt.

Bisher haben die Notenbanken alles unter Kontrolle: kaum Inflation, wirtschaftliche Erholung in den USA und, abgeschwächt, auch in Europa. Muss man sich sorgen?

Abgesehen von der beim Euromindestkurs glücklos agierenden Schweizerischen Nationalbank kann die Geldpolitik in wichtigen Industrieländern tatsächlich gewisse Erfolge verbuchen. Die Aufgabe der Notenbanken wird allerdings erleichtert durch das strukturelle Umfeld: ein positives, aber niedriges Wachstum, was die Inflation in Schach hält. Unter den grossen Industrieländern haben die USA nach der Finanzkrise am besten Tritt gefasst. Dort ist sogar Vollbeschäftigung in Reichweite, und das wirft bald die Frage auf, wann der Zyklus zu Ende sein wird. Demgegenüber ist noch nicht klar, ob die Erholung in Japan lediglich ein Strohflecken ist. Der EZB ist es endlich gelungen, den Euro zu schwächen, was für die Erholung wichtig wird, da der positive Effekt des stark gesunkenen Ölpreises auf den Konsum schon wieder nachlässt.

Ist Europa auf gutem Weg?

Ein selbsttragender Aufschwung mit einem nachhaltigen Abbau der Arbeitslosigkeit, ähnlich wie in den USA, ist zwar wahrscheinlich geworden, aber noch keinesfalls gesichert. So haben sich nach einigen guten Monaten die Konjunkturindikatoren in der Eurozone im April wieder leicht abgeschwächt.

Die Börsen stehen im siebten Jahr des Aufschwungs. Wie weit spiegeln sie die wirtschaftliche Realität?

Entscheidend für den generellen Börsentrend ist, in welcher Phase sich die wichtigsten Regionen der Welt im Wirtschaftszyklus befinden. In der frühen und mittleren Phase des Aufschwungs ist die Wahrscheinlichkeit eines Börseneinbruchs eher tief, zumindest solange das Wachstum ausreicht, um die Arbeitslosigkeit zu senken. In dieser Phase steigen die Börsenbewertungen selbst von hohen Niveaus meist noch weiter, und es kommt oft zu Übertreibungen. Das Risiko eines Einbruchs steigt demgegenüber markant, wenn eine Wirtschaft nach einem langen Aufschwung Vollbeschäftigung erreicht hat und Überhitzungserscheinungen, etwa ein Anziehen der Inflation, sichtbar werden. Dann muss die Notenbank mit Zinserhöhungen das Wachstum bremsen.

Die USA scheinen sich dem zu nähern.

Die US-Wirtschaft ist im Zyklus am weitesten fortgeschritten, Überhitzungsphänomene werden aber in den nächsten ein oder zwei Jahren noch kein Thema sein. In Kontinentaleuropa befindet sich der Wirtschaftsaufschwung nach wie vor in einer frühen Phase. Die Analyse des Wirtschaftszyklus spricht somit im Grundsatz weiter für Aktien.

Was glauben Sie, ist die nächste Bewegung an den Börsen?

Seit Mitte April befinden sich Europas Aktienmärkte in einer an sich überfälligen Korrekturphase, die durch den schwäche-



Otto Waser: «Der Wirtschaftszyklus spricht im Grundsatz weiter für Aktien.»

ren Dollar und eine im Euroraum etwas nachlassende konjunkturelle Dynamik begünstigt wird.

Heftig oder mässig? Bisher bleiben Kurskorrekturen schon im Anfang stecken, weil bei Minus- oder Niedrigstzinsen die Alternativen zu Aktien fehlen. Wird sich dieses Muster fortsetzen?

Im Moment geben unsere taktischen Barometer noch keine Kaufsignale, was darauf hinweist, dass die Korrektur an den Börsen und beim Dollar noch nicht ausgestanden ist. Bei einer ausgeprägten Schwäche dürften aber genügend Käufer bereitstehen.

«Die Börsen haben in mehr als der Hälfte der letzten zwanzig Jahre zwischen Mai und September positiv abgeschnitten.»

Um diese Jahreszeit kommt man am Spruch «Sell in May and go away» nicht vorbei. Was empfehlen Sie: verkaufen, absichern, bei Schwächen kaufen?

Wenn die Aktienquote aufgrund von Kursgewinnen über das gewünschte Mass gestiegen ist, wird man den einen oder anderen Verkauf tätigen müssen. Ansonsten sollten Kursschwächen primär als Kaufgelegenheiten erachtet werden. Zwar stehen die saisonal schwächeren Börsenmonate ins Haus, aber die Börsen haben doch in mehr als der Hälfte der letzten zwanzig Jahre zwischen Mai und September positiv abgeschnitten.

Welche Rolle spielt in Ihren Überlegungen der Grexit, ein Ausscheiden Griechenlands aus dem Euro?

Wir gehen seit längerem davon aus, dass man mit Athen so lange weiterverhandeln wird, bis eine Lösung gefunden ist. Auch ein Schuldenmoratorium, das Griechenland im Euro belässt, ist möglich. Dass es den Euro aufgibt, scheint wenig wahrscheinlich zu sein. Anders als im Jahr 2010 wird heute Griechenland auch als Sonderfall wahrgenommen, ohne weitreichende

Konsequenzen für die Wirtschaft Europas oder sogar der Welt.

Wie ist es zu rechtfertigen, dass Staatsanleihen hochverschuldeter europäischer Länder wie Spanien und Portugal tiefere Renditen aufweisen als amerikanische Staatspapiere?

Der Zins, den ein Staat bezahlen muss, wird von der Geldpolitik und dem Kreditaufschlag zum risikofreien Zins bestimmt. In den USA stehen höhere Notenbankzinsen an, in der Eurozone noch für Jahre nicht, was den Renditeunterschied zu einem guten Teil erklärt. Zudem wurde ein Schuldenschnitt in einem Euroland ausserhalb Griechenlands politisch ja praktisch ausgeschlossen, und die EZB drückt mit ihren Anleihenkäufen besonders auch die Renditen der Randländer.

Was ist gefährlicher, eine Blase am Bond- oder am Aktienmarkt?

Wir erwarten in den nächsten zehn bis fünfzehn Jahren niedrigere Zinsen als in der Vergangenheit. Demografische Faktoren und eine lediglich moderate Kapitalnachfrage der Unternehmen sind die Hauptgründe dafür. Somit ist von anhaltend hohen Bewertungen bei Obligationen und Aktien auszugehen. Aufgrund der geringeren und in den letzten Jahren noch gesunkenen Liquidität in vielen Obligationensegmenten kann es schwierig werden, Obligationen zu verkaufen, wenn die Märkte drehen. Das gilt nicht nur für Einzelanlagen, sondern auch für Indexfonds. Blue-Chip-Aktien sind liquider, was – neben den enorm tiefen Renditen von Obligationen – ein weiteres leichtes Plus für Aktien bedeutet.

Welcher Aktientyp gehört ins Depot: Dividentitel, Wachstum, Substanz?

Wir setzen generell auf führende Unternehmen mit überdurchschnittlich guten Finanzkennzahlen. Am interessantesten sind meist Unternehmen, die eine gute Mischung aus Wachstum und Rendite vorweisen können, wie das etwa bei Nestlé der Fall ist. Im Vergleich zu diesen gewinnstabilen Gesellschaften, die stattdlich bewertet sind, sind echte Wachstumswerte, also Aktien von Unternehmen mit mittelfristig zweistelligen Gewinnzuwachsrate, besonders in den USA zurzeit vergleichsweise günstig.

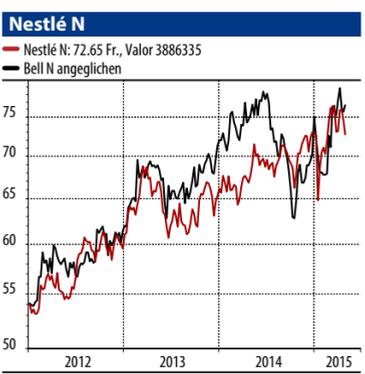
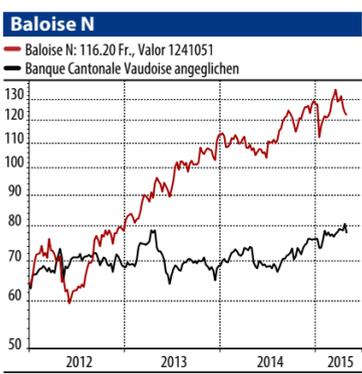
Wovon würden Sie die Finger lassen?

Wir investieren in aller Regel nicht in sehr hoch bewertete Titel oder in Unternehmen, die ihre Kapitalkosten nicht verdienen.

Was gehört ins Schweizer Depot – von den üblichen Favoriten Nestlé, Roche, Novartis & Co. abgesehen?

Aus Stabilitäts- und Renditeüberlegungen sind mit dem anhaltend starken Franken wieder vermehrt Unternehmen attraktiv, die Umsatz und Gewinn mehrheitlich in der Schweiz erzielen. Dazu gehören Swisscom, Baloise, Banque Cantonale Vaudoise und Bell. UBS gefallen aufgrund der noch für Jahre verrechnungssteuerfrei aus Kapitalreserven zahlbaren Dividende. Um von der Wirtschaftserholung in der Eurozone zu profitieren, bieten sich Adecco an. Mittelfristig interessant bleiben neben Schindler und Barry Callebaut auch Kaba und ergänzend Interroll und Vaudoise Assurance.

INTERVIEW: HANSPETER FREY



Markttechnik

PSP und Sunrise

Der Immobilienwert PSP hat in den vergangenen drei Monaten eine ABC-Sequenz durchlaufen. Das ist ein in Konsolidierungsphasen – also intermediären Trends – vergleichsweise häufig zu beobachtender Kursverlauf. Eine vollendete Konsolidierung kann in einer grösseren, umfassenderen Konsolidierung aufgehen (Fraktal-Prinzip), oder aber es setzt sich der zuvor aktive Primärtrend direkt wieder durch.

Bei PSP würde dies bedeuten, dass der im Januar 2014 bei 75 Fr. gestartete Langfristrend erneut Fahrt aufnimmt und die Aktie über die kommenden Monate auf neue Höchstkurse treibt.

PSP wie erwartet

Die Chancen, dass dies geschieht, stehen tatsächlich nicht schlecht: Das theoretische Bewegungspotenzial der C-Flanke reicht bis 85 Fr. und wurde in der vergangenen Woche praktisch abgeschöpft. Auch die Indikatoren zeigen, dass der Mitte Februar gestartete, sekundäre Abwärtstrend inzwischen mit Übersättigung kämpft.

Nachdem ich Einschätzungen abgegeben habe, werde ich gelegentlich gefragt, wann diese zu überdenken sind. Die Frage ist manchmal ernüchternd, besonders, wenn ich die Konstellation sowie ihre Wirkungen und Nebenwirkungen ausführlich erklärt habe. Man könnte auch fragen, ab welcher Temperatur es denn nicht mehr Sommer ist. Die Kurse verändern sich laufend, die Strukturen bleiben – und um diese geht es. Eine Einschätzung muss dann überprüft werden, wenn das darin gepflegte Szenario aufgrund des Kursverlaufs unwahrscheinlich oder gar un-



möglich geworden ist. Bei PSP stellt die bisherige Entwicklung keine Überraschung dar. Sie passt in das schon Ende Januar – und am 11. März auch hier in der FuW – für die Schweizer Immobilienaktien prospektiv aufgezeigte Szenario.

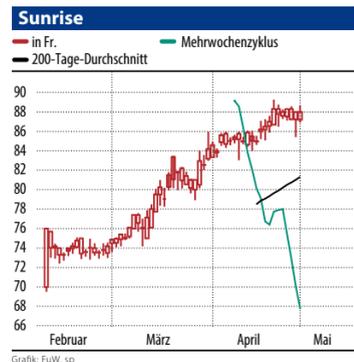
Sunrise noch jung

Sunrise ist seit Januar kotiert – zu kurz, um einen eigenen Charakter zu entwickeln. Um sich mittels Markttechnik ein Bild von den Kurschancen zu machen, braucht es Historien – und am besten auch noch griffige Strukturbilder, wie bei PSP. Das ist allerdings nicht zwingend ein Nachteil, da diesbezüglich ja alle Investoren mit den gleich langen Spiessen zu kämpfen haben.

Bezüglich der Aussichten ist die Visibilität bei Sunrise aus besagten Gründen auf einen Zeitraum von sechs bis acht Wochen begrenzt. Es kann aber festgestellt werden, dass sich der Titel seit Februar überdurchschnittlich gut schlägt und eine konstante Outperformance zeigt. Offensichtlich gibt es nicht viele abgabewillige Investoren, das ist schon mal die wichtigste Voraussetzung für künftiges Gedeihen.

Technisch ist der Titel wie das Gros der Aktien seit Anfang April in einer Konsolidierung, die vielleicht noch ein bis zwei Wochen anhält. Bleibt die Outperformance darüber hinaus erhalten – und etwas anderes ist im Moment ja auch nicht festzustellen –, wird es noch weniger abgabewillige Investoren geben. **ROLAND VOGT** www.invest.ch

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



Meinungen zur Börsenlage

Value-Aktien

Neu im Schweizer Value-Portfolio sind Autoneum, Bobst, Hochdorf, Huber & Suhner und Swatch, auf Kosten von Implenla, Kardex, Emmi, Calida, Baloise, Actelion und Clariant. Total umfasst die Auswahl jetzt zwanzig gleich gewichtete Titel aus fünf Branchen. Zur Selektion der billigsten Europaaktien gehören neu John Wood, Carillion und BHP Billiton. Dazu gesellen sich Konsumvaloren wie Kingfisher, IT- und Verlagswerte wie Logitech und Modern Times, die Finanztitel Unipolsai und Banco Santander und aus Chemie- und Pharma u. a. Syngenta. Schweiz und europaweit zu den günstigsten Aktien gehören die erwähnten Swatch sowie Nestlé auf dieser 25 Positionen umfassenden Liste. **SALMANN INVESTMENT MANAGEMENT**

Anleihen global

Die US-Notenbank hat ihre Forward Guidance eingestellt, ein erster Zinsschritt könnte bereits im Juni kommen. In Europa nehmen die Deflationsrisiken ab, und ein «Grexit» scheint temporär weniger wahrscheinlich. Auch wegen der Regulations- und QE-bedingten Illiquidität am Bondmarkt könnten die globalen Renditen kurzfristig noch etwas steigen. Wir favorisieren daher kürzere Laufzeiten und würden lange meiden. Die Wachstumsindikatoren sind abgesehen von Deutschland eher enttäuschend. Der Zinsanhebungszyklus des Fed dürfte voraussichtlich der Schwächste in seiner Geschichte werden. **SWISS LIFE ASSET MANAGERS**

Europafavoriten

Sektorrotation

Ein gesunder Bullenmarkt zeichnet sich durch regelmässige Sektorrotationen aus. Die klaren Underperformer der letzten Jahre sind Bank- und Rohstoffaktien. Doch seit ein paar Wochen erkennen wir eine relative Outperformance, die bisher vielen Marktteilnehmern verborgen blieb. Auf der anderen Seite scheinen die Sektoren Biotech sowie Social Media eine Pause zu benötigen. Solange müde gewordene Sektoren durch neue abgelöst werden, braucht sich der Aktieninvestor noch keine Sorgen über einen grösseren Rückschlag zu machen. **PREMIUM STRATEGY PARTNERS**

Das riesige Obligationenkaufprogramm der EZB und die damit einhergehende Euroschwäche haben europäischen Aktien ein Kursfeuerwerk beschert. Trotz mehrheitlich überzeugenden Quartalsergebnissen, v. a. der globalen Unternehmen, ist die Rally jedoch – nicht ganz überraschend – ins Stocken geraten. Wieder steigende Zinsen, unverändert grosse Konjunkturunterschiede im Euroland und die «unendliche» Griechenlandkrise haben die Euphorie etwas getrübt. Wir bevorzugen weiterhin kapitalstarke, international tätige Unternehmen mit einer überdurchschnittlichen und gesicherten Dividende, wie z. B. Allianz, GDF Suez und Royal Dutch Shell. **BANQUE CIC (SUISSE)**