

Markttechnik

Ölaktien haben Sonderstellung

Der letzte Kurs, zu dem eine Aktie gehandelt wurde, bestimmt die Kapitalisierung eines Unternehmens bis zur Wiedereröffnung des Handels. Er reflektiert nicht eine exakte Kalkulation, sondern ist das zufällige Ergebnis der Handlungen einer Vielzahl natürlicher und künstlicher Hirne.

Dieser Zufall wirkt sich unter anderem auf Bilanzen aus, auf Steuerentnahmen, auf Anlegerentscheide. Es führt zum Kalenderdenken der wahrscheinlich meisten Anleger. Das richtige Denken ist aber zyklisch.

Über Brennpunkte

Ein Zyklus umfasst einen Trend sowie seine mehrfachen Konsolidierungen und Rückschläge im Verlauf eines Trends. Anfang und Ende eines Zyklus werden von Brennpunkten markiert. Brennpunkte sind nichts anderes als kognitive Fehlschlüsse, nachdem über längere Zeit positive Rückkoppelungen stattgefunden haben, die ein Missverhältnis zwischen Preis und Wert zur Folge hatten. Sie fallen durch für solche Phasen typische Preismuster sowie deutlich erhöhte Kommunikationsintensität auf.

In Rohöl-Futures sowie in den Ölaktien-Indizes fand im Februar 2016 ein solcher Brennpunkt statt. Innerhalb eines Monats schwankte der Öl-Future in Chicago zwischen 26.05 und 34.69\$, bevor er auf 33.90\$ schloss. Danach zog der Ölpreis bis Dezember 2016 um 110% an, um dann genau das zu tun, was leider sehr viele Anlegende dazu führt, ihr Vertrauen in die Hausse zu verlieren: Die Kurse bildeten sich bis

MSCI Öl & Gas



Quelle: Thomson Reuters / FwW

Juni 2017 um 22% zurück. Heute notieren sie 46% höher.

Wenn man genau den Tiefpunkt eines Rückschlags ermitteln könnte, um eine geräumte Position wieder zu beziehen, wäre es selbstverständlich angesagt, solchen Rückschlägen auszuweichen. Da aber liegt das Kernproblem. Man erwischt die Tiefst von Korrekturen nicht, man versucht es meistens nicht einmal, weil die relativ heftige Baisse während einer kurzen Periode von in diesem Fall sechs Monaten verunsichert. Dadurch verpasst man im Verlauf einer grossen Bewegung von einem Brennpunkt zum anderen immer wieder sich mit sehr hohem Momentum entwickelnde Abschnitte.

In diesem Verhalten kommt die Prospect Theory von Kahneman und Tversky zum Ausdruck, die besagt, dass Anleger Gewinne weniger positiv werten, als sie Verluste negativ aufnehmen. Das scheint banal zu sein, ist aber der Grund, weshalb stets wieder Gewinne realisiert und in weniger rentable Anlagen umgeleitet werden, während man an Verliererpositionen festhält.

Weshalb die Sonderrolle?

Ölaktien und Ölpreis korrelieren eng. Der Trend geht meistens in die gleiche Richtung, oft mit unterschiedlichem Momentum. Das Momentum zwischen den Ölaktien-Indizes und Crude-Oil-Futures war allerdings ab Juli 2014 fast identisch. Im März hat das Momentum des DJ US Oil Composite Second, der vorwiegend Aktien von Unternehmen reflektiert, die in der Ölförderung tätig sind, im Vergleich zu Aktien vollintegrierter Unternehmen und zu Rohöl deutlich zugenommen.

Der Markt scheint also von steigenden Ölpreisen auszugehen. Das unterstützt die Annahme, dass Ölaktien dank ihrer Korrelation zu Öl und der Einschätzung des Ölpreises durch die Aktienanleger ein gewisses Eigenleben gegenüber den breiten Indizes entwickeln werden. Somit bietet der Ölsektor nebst guten Chancen sui generis sehr wahrscheinlich exzellente Diversifikationseigenschaften im Aktienportefeuille. **ALFONS CORTES** www.unifinanz.li

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

Meinungen zur Börsenlage

Value-Aktien

Unser nach Value-Kriterien strukturiertes Aktienportefeuille für Europa erspriess in frischem Grün. Neu unter den am günstigsten bewerteten Titeln sind Repsol (Öl), Babcock Int., Aurubis, Meggitt (Industrie) sowie der britische Versorgungswert SSE. Im Konsumsektor ist Tate & Lyle neu dabei, aus der Finanzbranche Legal & General, Aegon, ABN Amro und Sydbank. Die deutschen Pharmatitel Merck und Covestro runden die Liste der Neuzugänge ab. Behauptet unter den 25 günstigsten Aktien Europas haben sich Saras (Raffinerie), UPM Kymmene (Papier), Dürr (Engineering), EDP Energias de Portugal (Versorgung), Amsterdam Commodities (Rohwarenhandel), Barrat Development und Renault. Weiter dabei sind auch Eutelsat, Capgemini, BNP Paribas und Nordea Bank. Fresenius Medical Care und Arkema vollenden unsere Value-Picks. **SALMANN INV. MANAGEMENT**

Franken/Euro

Wir gehen davon aus, dass der Euro gegenüber dem Franken auf ein Niveau von rund 1.18 bis 1.22 Fr. moderat zulegen wird. Ein deutlicherer Anstieg scheint uns nicht sehr wahrscheinlich zu sein. Der ausgeglichene Bundeshaushalt und der Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz verleihen dem Franken eine nachhaltige Stärke, die nicht zu unterschätzen ist. Im Weiteren könnte sich der zurzeit überverkaufte Dollar erholen. **BANK BONHÖTE**

Verschuldung

Die globale Verschuldung ist seit der grossen Finanzkrise 2007/08 nicht, wie versprochen, gesunken, sondern erheblich gestiegen – um mehr als 10% auf ein Niveau, das mehr als doppelt so hoch ist wie die globale Wirtschaftsleistung. Etwas mehr als ein Viertel entfällt auf Privathaushalte, 30% auf die Unternehmen und 42% auf den Staat. Das ist ein Warnzeichen. Es schürt Ängste, belastet die Finanzmärkte und hat negative Makrowirkungen. Eine neue Finanzkrise muss sich daraus nicht ergeben. Wenn es jedoch irgendwo «knallt», können Weiterungen unter diesen Bedingungen schwer aufgehalten werden. **ASSENAGON**

Rohstoffe

Wer glaubt, die Inflation sei ein Thema des 20. Jahrhunderts gewesen, könnte schon bald eines Besseren belehrt werden: Der US-Konjunkturzyklus ist weit fortgeschritten, Kapazitäten, auch am Arbeitsmarkt, sind ausgelastet, und der immer schrillere Populismus resp. Handelsschranken drohen die Verbraucherpreise zu erhöhen. In einem solchen Umfeld stellen Realwerte wie Rohstoffe in der Regel ein gutes Diversifikationsinvestment dar. Wir sehen vor allem Chancen bei Öl und Grundmetallen. Auch wegen ihrer geringen Korrelation mit Aktien und Anleihen ist es empfehlenswert, Rohstoffe als Beimischung in dieser späten Phase des Konjunkturzyklus zu erwägen. **PIMCO**

«Durationsrisiko ist nicht der Feind des Investors»

MITTWOCHSINTERVIEW Jeremy Cunningham, Bondspezialist bei Capital Group, setzt auf Obligationen von Frontier Markets und findet auch in Kerneuropa noch Anlagechancen.

Herr Cunningham, die US-Notenbank zieht Geld aus den Finanzmärkten ab, und die Europäische Zentralbank hat ihre Anleihenkäufe reduziert. Was bedeutet das für die Zinsentwicklung an den Bondmärkten?

Im Fokus stehen derzeit die USA. Das Fed baut die Bilanz ab – betreibt also ein Quantitative Tightening – und erhöht gleichzeitig die Leitzinsen. Die Schlüsselfrage für Bondanleger ist, was dieser Rückzug für die Renditen amerikanischer Staatsanleihen bedeutet. Das wird umso wichtiger, weil die USA in Zukunft voraussichtlich ein grösseres Staatsdefizit ausweisen und deshalb mehr Staatsanleihen emittieren werden. Das heisst, die Nachfrage dürfte für weniger Unterstützung sorgen. Deshalb könnte man argumentieren, dass die Renditen deutlich anziehen werden und auf ein Niveau steigen, das sie seit Jahren nicht mehr erreicht haben. Wir teilen diese Ansicht allerdings nicht. Wir erwarten, dass die Zinsen weitere sechs bis achtzehn Monate niedrig bleiben.

Derzeit liegen die Renditen für zehnjährige US-Staatsanleihen bei knapp 2,9%. Wird es also dabei bleiben?

Vergangene Woche sind sie kurzfristig über 3% geklettert, erstmals seit Dezember 2013. Wahrscheinlich dürften die Renditen sich um diese Marke bewegen. Wir werden aber nicht Sätze von 5 oder 6% sehen wie beispielsweise vor der Finanzkrise. Die Finanzmärkte haben für dieses Jahr bereits vier Zinserhöhungen des Fed eingepreist. Sie sind auf den Wechsel der Geldpolitik vorbereitet. Das eröffnet durchaus Anlagechancen, etwa am kurzen Ende der Zinskurve. So sind die Renditen zweijähriger US-Treasuries erstmals seit langem höher als die Dividendenrendite des S&P 500. Anleger können also den Bond kaufen, der vom amerikanischen Staat garantiert wird, oder in den Aktienindex investieren, der erheblich volatil ist. Dabei handelt es sich nicht um eine strategische Positionierung. Aber wir versuchen, solche Konstellationen, die von Zeit zu Zeit auftreten, zu nutzen.

Sie halten einen starken Anstieg des Zinsniveaus kurzfristig eher für unwahrscheinlich. Sollen sich Anleger dennoch gegen steigende Zinsen schützen?

Viele Anleger haben sich über Derivate gegen steigende Zinsen abgesichert oder sind in Anleihen mit kurzer Laufzeit investiert. Das Zinsänderungs- oder Durationsrisiko ist aber nicht immer der Feind des Investors. So sind das Durations- und das Kreditrisiko typischerweise negativ korreliert. Wenn also das Durationsrisiko reduziert wird, bleibt das Kreditrisiko übrig. Das Resultat ist eine erheblich höhere Volatilität im Portfolio. Da wir im laufenden Jahr eine Zunahme der Volatilität erwarten, empfehlen wir also nicht, das Durationsrisiko zu eliminieren. Wir raten stattdessen, auf Qualität im Portfolio zu setzen und nicht der Rendite hinterherzurrennen.

Die Renditen von Unternehmensanleihen sind seit Jahresbeginn gestiegen. Ist der Zeitpunkt gekommen, einzusteigen?

Unternehmensanleihen mit Anlagequalität werfen in den USA knapp 4% ab. Das ist nicht schlecht, wenn wir schauen, woher wir kommen. Im heutigen Marktumfeld ist das Niveau attraktiv. Zudem wächst die Weltwirtschaft synchron, ohne dass es Anzeichen einer Überhitzung gibt. Unter diesen Voraussetzungen dürfte das Interesse an riskanten Anlageklassen gross bleiben. Aber natürlich müssen Investoren die Bewertungen im Auge behalten. Die Risikoaufschläge sind nach wie vor gering, eine aggressive Allokation in risikoreiche Instrumente ist daher nicht ratsam. Wir empfehlen, eine kleine Position in Unternehmensanleihen zu investieren. Anleger sollten aber Reserven halten, um ihr Engagement aufzustocken, wenn die Risikoprämien im Zuge anziehender Zinsen steigen.

Steigen die Zinsen, nimmt die Zinslast verschuldeter Unternehmen zu. Wie schätzen



«Wir bevorzugen Lokalwährungsanleihen gegenüber Dollarbonds.»

Sie das Risiko ein, dass Kreditausfälle zunehmen werden?

Im Moment beobachten wir noch keine Zunahme der Zahlungsausfälle. Investoren waren in den letzten Jahren rund um den Globus auf der Jagd nach Rendite. Das hat es Unternehmen ermöglicht, sich zu günstigen Konditionen zu finanzieren. Dazu haben sie nicht nur einen Bond begeben, sondern sie haben das Geld gestaffelt aufgenommen. Daher haben

«Anleger sollten Reserven halten, um ihr Engagement aufzustocken, wenn die Risikoprämien steigen.»

viele Gesellschaften ihren Finanzbedarf für die kommenden Jahre gesichert. Die Zinslast der Unternehmen bleibt derzeit vergleichsweise gering. Darüber hinaus ist die Konjunkturlage nach wie vor günstig. Dennoch bevorzugen wir Bonds von fundamental starken Schwellenländern gegenüber Hochzinsanleihen.

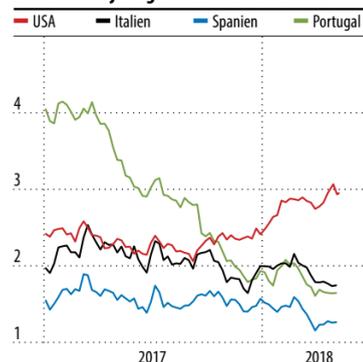
Was spricht für Emerging Market Bonds?

Das Anlageuniversum in diesem Segment hat sich enorm vergrössert. Vor etwas mehr als zehn Jahren gab es rund zwölf Schwellenländer, in die Anleger investieren konnten. Dabei handelte es sich mehrheitlich um lateinamerikanische Staaten. Heute umfasst das Universum über siebzig Emerging Markets. Immer häufiger werden Anleihen mittlerweile in Lokalwährungen emittiert. Das beobachten wir etwa in China und Indien, deren Volkswirtschaften stark wachsen. Der Anteil der internationalen Investoren nimmt in diesen Märkten zu. Gute Konjunkturaussichten und relativ hohe Renditen locken Investoren an. Auch wir bevorzugen Bonds in Lokalwährungsanleihen gegenüber Dollarbonds.

Sie haben China erwähnt. In welchen Segmenten werden Anleger fündig?

In unseren Portfolios halten wir Anleihen von chinesischen Staatsunternehmen. So gibt es etwa unter Versorgern interessante Anlagechancen. In Bezug auf die Staatsanleihen sind wir derzeit defensiv positioniert. Wir sind zudem der Meinung, dass die Währung leicht überbewertet ist. Im

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in %



Quelle: Thomson Reuters / FwW

Moment sind die Opportunitäten also überschaubar. Doch die weitere Entwicklung wird interessant zu beobachten sein: Die Kreditpapiere von China wurden kürzlich in einen der weltweit wichtigsten Bondindizes aufgenommen. Sobald die Anleihen Teil der globalen Indizes sind, werden Investoren angehalten, die Papiere zu kaufen. Dazu trägt auch die hohe Nachfrage nach passiven Anlagestrategien bei.

China erlebt einen massiven Kreditboom. Wie schätzen Sie das Risiko ein, dass die Schuldenblase platzen könnte?

Die Wirtschaft wird sich weiterhin gut entwickeln. Wir erwarten, dass das Wachstum in den kommenden sechs bis zwölf Monaten zwischen 5 und 6% zu liegen kommt. Es gibt aber ein paar Schlüsselrisiken. Eines sind die Schattenbanken, die die Kreditblase anheizen. Im Bankensektor steigt zudem der Anteil der schlechten Kredite. Diese Risiken beunruhigen uns, doch sie wirken sich noch nicht auf unsere Einschätzung zum Konjunkturverlauf aus. Neben Schwellenländern setzen wir aber auch auf Anleihen aus Frontier Markets, das sind Märkte, die noch nicht die Reife von Schwellenländern erreicht haben.

Können Sie Beispiele von Frontier Markets nennen, in die Sie investieren?

Wir erachten Sambia als interessant. Die Wirtschaft wird stark vom Kupferpreis getrieben, die Inflation ist unter Kontrolle, und politische Reformen werden vorangetrieben. In Nigeria ist die Ausgangslage ähnlich, wobei die Konjunktur eher vom Ölpreis abhängt. Auch Ägypten bietet Chancen, nachdem sich die Währung stark abgewertet hat und ebenfalls Reformen angepackt werden. In diesem Fall investieren wir in sehr kurze Laufzeiten, also in ägyptische T-Bills, und bewegen uns auf der Zinskurve nach oben, sobald das Wachstum an Schwung gewinnt.

Welche Möglichkeiten haben Obligationenanleger, die in traditionelle Anlageklassen investieren wollen?

Die Märkte in Osteuropa haben sich ausgezeichnet entwickelt. In unseren Portfolios halten wir etwa Staatsanleihen von Polen oder Rumänien. In Kerneuropa fin-

«Ägypten bietet Chancen, da sich die Währung stark abgewertet hat. Wir investieren in kurze Laufzeiten.»

den wir Italien, Spanien und Portugal nach wie vor interessant. Ähnlich wie Schwellenländer profitieren diese Staaten von der guten Konjunkturentwicklung in Europa. Wir sehen grosse Fortschritte etwa bei der Sanierung der Staatsfinanzen. In Italien sorgen die Wahlen für Volatilität, doch wir sind zuversichtlich für die langfristige Perspektive. Bei europäischen Unternehmensanleihen investieren wir in nachrangige Anleihen von Grossbanken.

Die anhaltend niedrige Teuerung bereitet den Finanzmärkten Kopfzerbrechen. Wie schätzen Sie die weitere Entwicklung ein?

Wir schliessen uns dem Marktkonsens an und erwarten, dass die Inflation stetig steigen wird. In diesem Umfeld bieten inflationsgebundene Bonds Schutz, nicht nur in den Industrienationen, aber auch in Schwellenländern. Wir beobachten bereits ein Wachstum der Löhne, und zwar in Europa und in den USA. Auch in Emerging Markets nimmt der Aufwärtsdruck auf die Inflationsrate zu, und das ist an den Finanzmärkten noch nicht voll eingepreist. Wir sind darüber nicht beunruhigt, denn viele Staaten, zum Beispiel Russland und Indien, sind bestrebt, die Teuerung unter Kontrolle zu halten.