

Markttechnik

UBS und Vifor Pharma

Weshalb ist die UBS-Aktie in den vergangenen sechs Wochen so steil gestiegen? Immer wieder erstaunlich, wie viele Erklärungen im Nachhinein herumgereicht werden. Es fragt sich, was das einem Investor bringt und weshalb sich, wenn es doch anscheinend eindeutige Kaufgründe gab, trotzdem Verkäufer finden liessen.

Den einzigen Kaufgrund, den ich gesehen habe, ist die im Chart orange markierte Flag-Struktur. Sie ist ein typisches Konsolidierungsmuster und besteht schon seit einem Jahr. Wer sie verstanden hatte, konnte sich mutmassliche andere Gründe ersparen. Die Dinge nahmen den vorgesehenen Verlauf. Die Flag-Situation war ausreichend gereift, als im Dezember irgend ein Trigger zur Auflösung führte.

Der UBS-Zug fährt

Was ist zu erwarten? Nun, so ein Konsolidierungs-Flag ist immer die Unterbrechung einer darüber hinaus aber fortbestehenden, ganzheitlichen Kursbewegung. Im vorliegenden Fall hat diese wahrscheinlich schon im September 2016 begonnen. Zu erwarten ist, dass die Aufwärtsbewegung noch bis etwa 19.50 Fr. geht. Auf diesem Niveau sollte sich der Investor die Dinge wieder durch die strategische Brille ansehen. Bis dahin ist der Zug angefahren, und es reicht das Beobachten kurzfristiger Strukturen, etwa des über die letzten zwei Wochen entstandenen keilförmigen Kursverlaufes.

Besonders viele Berichte erscheinen über eine Aktie, nachdem sich diese stärker bewegt hat. Das impliziert dann

auch, dass diese Berichte wichtig und wertvoll seien. Wegen der umgekehrten Kausalität ist das jedoch nur selten der Fall. Wäre es anders, gäbe es keine Trends. Jede Marktbewegung wäre dann vom Moment getrieben, ohne tiefer gehende Wurzeln. Im Chart von Vifor Pharma sind gleich mehrere solcher «Roots» zu erkennen, auch mit jeweils unterschiedlichen Auswirkungen.

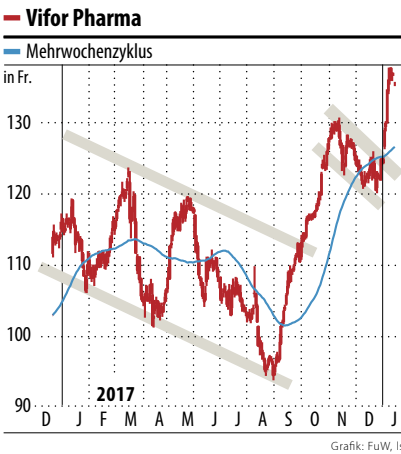
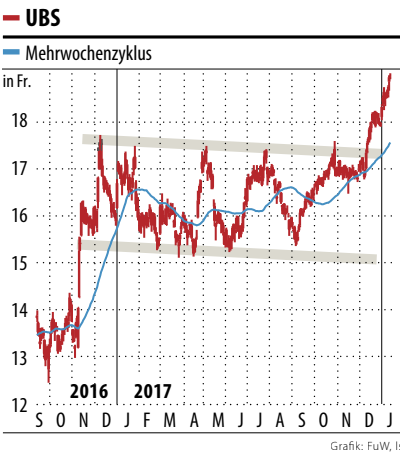
Vifor vor Zwischentop

Das kleinere Flag rechts im Chart reicht aus, um den Kursverlauf während rund vier bis sechs Wochen zu beeinflussen. Das grosse Flag ist ein ganz anderes Kaliber. Seine Auswirkungen sind im Tagesgeschäft weniger zu spüren, aber es kann eine wesentlich länger anhaltende und deswegen auch weiter reichende Bewegung tragen. Das Dilemma der meisten Investoren besteht darin, dass das kleinere Flag wegen seiner Eigenschaften im Tagesgeschäft präsentiert ist und mehr Raum erhält. Dabei ginge es ja eben darum, nicht schneller und aktualitätsbezogener, sondern vorausschauender und nachhaltiger zu handeln.

Was Vifor betrifft, hat das kleine Flag seine Möglichkeiten wohl schon fast ausgespielt. Es ist deshalb zeitnah ein Zwischentop mit nachfolgender Korrektur zu erwarten, die die Wahrnehmung dann wiederum während einiger Wochen prägen wird. Das grosse Flag trägt mittelfristig weiter.

ROLAND VOGT [www.invest.ch/rv](http://www.invest.ch/rv)

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



Meinungen zur Börsenlage

Zinsen

Die gute Stimmung an den Aktienbörsen bleibt nicht ohne Folgen für die Obligationenmärkte. Seit Jahresbeginn haben sich die Zinssätze merklich erhöht. Bereits munkeln Marktteilnehmer von einem Bärenmarkt. Gegen einen nachhaltigen Aufwärtstrend der Zinsen sprechen aber gewichtige Gründe: Die höheren Ölpreise dürften temporär zu einem Anstieg der Inflationsraten führen, insgesamt aber bleibt der Inflationsdruck verhalten. Für Verunsicherung könnten bald die Wahlen in Italien sorgen. Dazu kommen geopolitische Risiken wie die Unruhen im Iran oder der Konflikt mit Nordkorea. Von den führenden Notenbanken ist in diesem Monat nicht mit Überraschungen zu rechnen. Die Normalisierung der Geldpolitik dürfte aber später im Jahr ins Blickfeld der Finanzmärkte rücken.

SWISS LIFE ASSET MANAGERS

Aktien global

Auch die fundamentalen Bewertungen sorgen für Stirnrunzeln. Das gilt vor allem in den USA. Zu den günstigeren Märkten zählen die Schweiz, China, Japan und Europa. Was den Aktien hilft, ist die attraktive Dividendenrendite. Im Euroraum, in Japan, der Schweiz, China und Russland liegt sie im Schnitt über 3%. Die hohe Bewertung und die Ruhe an den Märkten mahnen uns allerdings zu verstärkter Vorsicht.

SALMANN

Robotik

Bei Robotik-ETF kam es jüngst mit 56,3 Mio. \$ zu den höchsten wöchentlichen Zuflüssen seit Auflegung. Bei Cybersicherheit-ETF waren die Zuflüsse mit 15,9 Mio. \$ so hoch wie zuletzt im Juni 2017. Die robuste Nachfrage geht Hand in Hand mit dem allgemein starken Trend bei Technologie. Die zunehmende Automatisierung und die Sorgen über Software-sicherheit wecken Interesse besonders an diesem Untersegment der Technologie.

ETF SECURITIES

Volatilität

Viele der «Was wäre, wenn» des letzten Jahrs haben sich nicht materialisiert, was die Volatilität weiter sinken liess. Dieses Jahr könnte es anders werden. Erstens: Die weltweite quantitative Lockerung wird sich abschwächen. Zweitens: Der verbesserte weltwirtschaftliche Hintergrund, eine steigende Inflation und potenziell restriktivere Zentralbanken könnten zu einer Erhöhung der Zinsvolatilität führen. Drittens: Die jüngsten Naturkatastrophen haben einen grösseren, nicht prognostizierbaren Einfluss auf die Finanzmärkte. Da sich der Zeitpunkt steigender Volatilitäten nach einer Abwärts-/Tiefphase nicht bestimmen lässt, sollten Optionsstrategien mit längeren Laufzeiten als Absicherung in Betracht gezogen werden. Nur wenn die Rollkosten überschaubar und die Volatilitätsprämien niedrig genug sind, lassen sich diese Absicherungsgeschäfte sinnvoll managen.

ENISO PARTNERS

# «Hohe Vermögenspreise bereiten Sorgen»

**MITTWOCHSINTERVIEW** Bruce Kasman, globaler Chefökonom von J.P. Morgan, sieht die Weltwirtschaft kräftig wachsen. Europa sei nun ein wichtigerer Wachstumstreiber als die USA.

**Herr Kasman, wie schätzen Sie die Politik der Regierung unter Donald Trump ein?**  
Die Finanzmärkte waren gegenüber der US-Regierung positiv gestimmt, denn sie unterschieden zwischen dem Risiko einer aus der populistisch-nationalistischen Rhetorik resultierenden nachteiligen Politik und den Initiativen zur Steuersenkung und zur Deregulierung. Bis jetzt haben sich die meisten populistischen Initiativen – etwa die Änderungen in der Einwanderungspolitik – nicht negativ auf die Wirtschaft ausgewirkt. Doch für die nächsten Wochen sind neue Initiativen im Bereich der Handelspolitik zu erwarten. Sie könnten die positive Sicht der Anleger in Frage stellen.

**An welche Massnahmen denken Sie?**  
Besonders wichtig ist Nafta, das nordamerikanische Freihandelsabkommen. Die Absicht, an Nafta heranzugehen, folgt einem populistisch-nationalistischen Gedanken. Wird Nafta auseinandergenommen, wird sich zeigen, dass populistische Rhetorik in Politik übersetzt werden kann, die der Gesamtwirtschaft schadet. Der Effekt wäre grösser als die spezifischen Massnahmen, die ergriffen werden.

**Warum wäre der Effekt so gross?**  
Die Ankündigung, Nafta zu verlassen, würde zu einer ähnlichen Situation führen wie nach dem Brexit-Referendum. Die Entscheidung umzusetzen, würde eine lange Zeit benötigen. Eine Scheidungsvereinbarung müsste abgeschlossen und die Handelsbeziehungen müssten neu verhandelt werden. Ein weiteres Risiko im Bereich der Handelspolitik sind allfällige protektionistische Instrumente gegenüber China. Sie könnten zu Vergeltungsmassnahmen führen.

**Was resultiert vom neuen US-Steuer-gesetz?**  
Es hat zwar Auswirkungen, aber sie sind wohl nicht so gross, dass sie verändern, wie Unternehmen ihr Kapital über die Welt verteilen. Doch das Gesetz wird Unternehmensgewinne und das Wirtschaftswachstum für dieses und nächstes Jahr stützen. Wir sehen einen Effekt von einem halben Prozentpunkt für das Wirtschaftswachstum, hauptsächlich dank höherer Ausgaben der Unternehmen.

**Was ist der Nettoeffekt der Trump-Politik – populistische Massnahmen auf der einen, Steuersenkungen und Deregulierung auf der anderen Seite?**

Wir haben unseren Ausblick für die US-Wirtschaft hinaufgestuft. Die Steuersenkungen sind zwar nicht grösser als erwartet, haben jedoch in den ersten zwei Jahren einen grösseren Effekt. Aber die wichtigere Entwicklung hängt nicht mit der US-Politik zusammen. Unsere wesentliche Einsicht ist, dass wir endlich die Widerstände überwinden, die uns seit der Finanzkrise zurückgehalten haben. Das Verhalten der Wirtschaftsakteure normalisiert sich, nachdem es von etwas zurückgehalten wurde, was ich als posttraumatisches Stresssyndrom bezeichne.

**Was sind Zeichen dieser Normalisierung?**  
Beispiele sind die Erholung der Kreditvergabe in Europa und in einem Teil der Schwellenländer wie auch höhere Unternehmensinvestitionen in den USA. Und sowie die Widerstände schwinden, sehen wir einen synchronen globalen Aufschwung mit kräftigen Feedback-Schleifen zwischen Wachstum, Stimmung und Finanzierungs-konditionen. Diese globale Rückkopplung ist wichtiger als Veränderungen in der US-Politik. Das gilt besonders, da Europa nun ein stärkerer globaler Wachstumstreiber ist als die USA.

**Wie lange hält der Wachstumszyklus noch?**  
Solche Zyklen enden nicht einfach von selbst. Am häufigsten enden sie durch einen Zinsanstieg, der in schwierigeren Finanzierungs-konditionen resultiert. Da die Zinsen noch tief sind und es wenig Angst vor höherer Inflation gibt, sind die Märkte überzeugt, dass die Finanzierungsbedin-



BILD: ZVG

Bruce Kasman: «Wachstumszyklen enden am häufigsten durch einen Zinsanstieg.»

gungen positiv bleiben. Aber dieses Jahr könnte die Überzeugung weiterhin niedriger Zinsen und tiefer Inflation hinterfragt werden. Ich erwarte eine langsame Bewegung in Richtung höherer Zinsen und strafferer Finanzierungsbedingungen.

**Droht die Gefahr, dass die US-Notenbank die Zinsen zu schnell erhöht?**

Das Fed muss einen Balanceakt vollführen. Die US-Geldpolitik wurde letztes Jahr vier Mal gestrafft, zählt man den Beginn der Bilanzreduktion im September hinzu. Wir erwarten vier weitere Schritte dieses Jahr. Die Geschwindigkeit erscheint angemessen, da so die Zinsen in Bezug auf Inflation und Wachstum erst auf ein neutrales Niveau angehoben werden. Ich erwarte auch, dass sich der Ton bei der Europäischen Zentralbank verändern und man über eine straffere Geldpolitik reden wird.

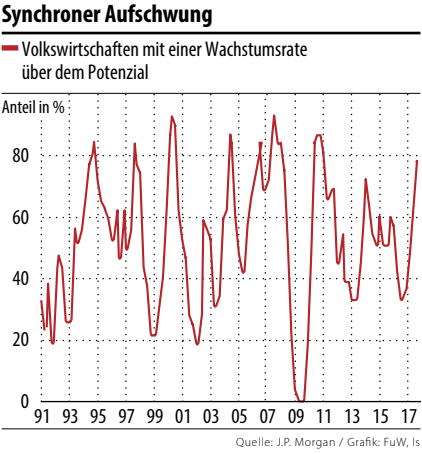
«Endlich überwinden wir Widerstände, die uns seit der Krise zurückhielten.»

**Wird sich die veränderte Fed-Leitung auf die Geldpolitik auswirken?**

Wir wissen zwar noch nicht, wer die drei offenen Sitze im Fed-Board ausfüllen wird. Aber die US-Regierung scheint nicht darauf aus, das Fed ideologisch zu verändern. Zumindest bei der Geldpolitik scheint es Kontinuität zu geben. Aber es gibt Entwicklungen in Bezug auf eine laxere Finanzregulierung. Unter dem Fed-Vorsitzenden Jerome Powell wird es eine Evolution geben, aber vorerst werden wir keine grossen Veränderungen sehen. Es braucht Zeit, bis Powell und die neuen Board-Mitglieder eine Übereinstimmung über das weitere Vorgehen finden.

**Könnten die Aktienkurse trotz Wachstumsaufschwung durch höhere Zinsen in Gefahr geraten?**

Die Geldpolitik wird die Aktienmärkte weiter stützen. Aber da die Bewertungen



hoch sind, muss man als Anleger darauf vertrauen, dass die Unternehmen ihre nun steigenden Investitionen richtig einsetzen, um höhere Renditen zu erzielen. Und das ist schwierig, wenn die Arbeitskräfte knapp werden. Tendenziell baut sich bei niedriger Arbeitslosigkeit Kostendruck auf, und das Produktivitätswachstum verlangsamt sich. Andererseits haben wir einen schönen Aufschwung bei den Investitionsausgaben. Wie sich diese zwei Kräfte entwickeln werden, ist entscheidend für die Aktienmärkte.

**Bis 2016 wurde das Weltwachstum durch die Unsicherheit um China zurückgehalten. Weshalb ist es darum so still geworden?**

Die Entscheider in China haben bewiesen, dass sie das Wirtschaftswachstum stabil halten wollen. Aber in einer Welt, in der sich das Wachstum beschleunigt, sehen wir das nicht für China. Das Land hemmt also den globalen Aufschwung. Der Ausblick für China ist nicht nur nach unten, sondern auch nach oben begrenzt. Die Politik hat entschieden, die nötigen Anpassungen der Wirtschaft nicht abrupt durchzuführen. Das Abwickeln der problematischen Kredite wird sich über eine lange Zeit erstrecken. Die Vorsicht bei den Anpassungen führt aber zu einer Verlangsamung der notwendigen Reformen.

**Wie sehen Chinas Reformen aus?**

Das Land hat deutliche Probleme bei der Öffnung des Kapitalverkehrs, der Verkleinerung der staatseigenen Betriebe und dem Aufbau eines Bankensystems, das Kapital effizient verteilt. Die Verzögerung der Reformen belastet das Wachstum. Mit den richtigen Reformen könnte China hohes Wachstum auf lange Sicht erreichen.

**Im Jahr 2013 erschütterte die Aussicht auf eine straffere US-Geldpolitik die Schwellenländer. Gibt es diese Gefahr auch jetzt?**

Damals ist das Kapital nicht wegen der Geldpolitik zurück in die USA geflossen, sondern weil Auswüchse in den Schwellenländern abgewickelt wurden. Diese Auswüchse hatten sich in wichtigen Ländern wie Brasilien, Indonesien und Südafrika aufgebaut. Die Schwäche wurde verstärkt, da so Probleme im Rohstoffbereich zutage kamen. Die Erwartung, dass sich die US-Geldpolitik strafft, war nur der Auslöser, nicht der Grund. Die gute Nachricht ist: Insgesamt haben die Schwellenländer die Probleme überwunden, und sie sind heute weniger anfällig für Auswirkungen der US-Geldpolitik. Gleichzeitig sind die Schwellenmärkte aber weniger stark als noch vor fünfzehn Jahren, als sie ein weitaus höheres Wachstum als die Industrieländer erreichten.

**Auf Sicht von fünf Jahren: Bilden sich gegenwärtig Ungleichgewichte, die zur nächsten Krise führen könnten?**

Dazu muss man nicht fünf Jahre vorausschauen. Die Ungleichgewichte könnten sich in den nächsten zwei oder drei Jahren auswirken. Die Verschuldung der US-Unternehmen ist ein Thema. Auch bereiten die Preise von Vermögenswerten Sorge, die wegen der niedrigen Zinsen hoch sind. Hohe Bewertungen selbst führen zwar nicht zu grossen Schwierigkeiten, sie könnten aber Probleme zutage fördern.

**Würde der Geldpolitik bei einer neuerlichen Krise die nötige Munition fehlen?**

Das gilt nicht nur für die Geld-, sondern auch für die Fiskalpolitik. Die US-Notenbank könnte bei den Zinsen in solch einem Fall zurück auf die Untergrenze um null fallen. Normalerweise hat das Fed die Zinsen um 300 Basispunkte gesenkt, um einer Rezession zu begegnen. Gleichzeitig scheint das Haushaltsdefizit in den USA arg strapaziert. Es wird sich auf 5% des Bruttoinlandsprodukts ausweiten. Solch ein hohes Haushaltsdefizit, während sich die Wirtschaft nahe der Vollbeschäftigung befindet, ist beispiellos.

INTERVIEW: ALEXANDER TRENTIN