

«US-Firmen erwerben massiv eigene Aktien»

MITTWOCHSINTERVIEW Adrian Schneider, CIO der Graubündner Kantonalbank, findet die Debatte um eine drohende Stagflation überzogen und hält Aktien weiterhin für alternativlos.

Der Chief Investment Officer der Graubündner Kantonalbank legt den Anlegern ans Herz, ruhig Blut zu bewahren. Von Themen wie der Energiekrise oder der Stagflationsdebatte sollte man sich nicht verunsichern lassen. Er empfiehlt, investiert zu bleiben, da das globale Wachstum unterstützt bleibt und die Unternehmen weiter von guten Finanzierungsbedingungen profitieren.

Herr Schneider, liegen die fetten Börsenjahre hinter uns?

Die schnellen Gewinne in der Breite sind vorbei. Im Höhepunkt der Coronakrise gab es natürlich immer wieder günstige Kaufgelegenheiten, ob dies nun bei Aktien war oder auch bei Hochzinsanleihen. Schnelle Gewinne kann man zwar jetzt auch noch machen, aber die Selektion wird umso wichtiger.

Und wie positionieren Sie sich in der Stagflationsdebatte?

Eine gewisse Besorgnis um die Inflationsdynamik kann ich nachvollziehen, selbst wenn ein Grossteil der Teuerung durch Lieferengpässe und Energiepreise verursacht wird und sie tatsächlich eher temporärer Natur ist. Gerade in der Schweiz befinden sich die Konsumentenpreise noch immer auf überaus moderatem Niveau. Die Situation um die Lieferengpässe und die Energiepreise dürfte sich mittelfristig zudem entspannen. Eine wirtschaftliche Stagnation kann ich hingegen nicht erkennen. Der Internationale Währungsfonds hat gerade erst seine Prognosen veröffentlicht. Die Weltwirtschaft und das US-BIP sollen im laufenden Jahr um etwa 6% wachsen, die Eurozone mit 5%. Für das kommende Jahr liegen die Projektionen etwas tiefer, aber von Stagnation, also Nullwachstum, sind diese Zahlen weit entfernt.

«Selbst wenn der grösste Teil der fiskalpolitischen Expansion schon stattgefunden hat, die Stütze bleibt dem Markt erhalten.»

Ist nichtsdestotrotz der Zeitpunkt gekommen, um von Aktien die Finger zu lassen? Nein, Aktien sind alternativlos, selbst wenn die Zeit der schnellen, überdurchschnittlichen Kursgewinne vorbei sein mag. Realwerte wie Aktien oder Immobilien bleiben attraktiv. Wir plädieren nicht dafür, das Timing des Markts anzustreben. Vielmehr sollte man die Anlageziele nicht aus den Augen verlieren und allfällige Turbulenzen eben auch mal aussitzen. Der Aktienmarkt bringt im langfristigen Schnitt eine Rendite von etwa 5%, selbst wenn die Korrekturen kurzfristig schmerzhaft sein können.

Dann sind Sie der Meinung, dass die Unternehmen trotz Kostendruck auch weiterhin stattliche Gewinne erwirtschaften können? Wir befinden uns weiterhin in der Wachstumsphase des Marktes. Diese ist auch durch einen Rückgang des Kurs-Gewinn-Verhältnisses charakterisiert, weil primär die Gewinne nachziehen. Genau das passiert derzeit. Die Gewinne erreichten in den vergangenen Wochen teilweise Rekordniveaus und die Chance auf weitere Kursgewinne ist intakt. Man muss auch sehen, dass Aktien im Vergleich zu Obligationen oder zur Liquidität, die mehrheitlich noch immer negative Realzinsen abwerfen, überaus attraktiv sind.

Was sonst kann die Aktienkurse weiter antreiben, wenn die Zinsen steigen? Worüber eher wenig berichtet wird, was US-Valoren aber weiter stützen wird, ist die massive Zahl von Aktienrückkaufprogrammen in den USA. Die Zahl der bewilligten Rückkaufprogramme hat ein Rekordniveau erreicht. Diese sogenannten



«Die Weltwirtschaft wird 2022 um etwa 5% wachsen. Ich sehe keine Stagnation.»

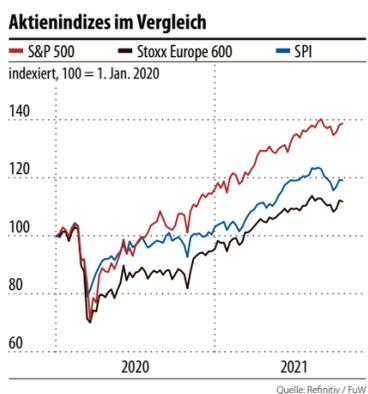
Share Buybacks werden den Gewinn pro Aktie der entsprechenden Valoren natürlich steigen lassen.

Finden diese Aktienrückkaufprogramme vermehrt in gewissen Sektoren statt? Prinzipiell sind es Unternehmen mit hohen Bargeldbeständen auf der Bilanz. Darunter sind viele Tech-Firmen, die von der Coronakrise profitiert haben.

Von Fiskal- und Geldpolitik ist aber weniger Unterstützung für Aktien zu erwarten? Die massiven Fiskalpakete stützen nach wie vor und viele Programme laufen noch. Auf der Ebene der Europäischen Union gibt es den «Next Generation Fund» über 750 Mrd. €, der gerade erst angelaufen ist und Wirkung entfalten wird. Darüber hinaus gibt es in der EU ein Fiskalbudget bis in das Jahr 2027, das sich auf 1,1 Bio. € beläuft. Auch in den USA gibt es von der fiskalpolitischen Seite her nach wie vor bedeutende Unterstützung.

Aber von Seiten der Geldpolitik wird eine Normalisierungsphase bald eingeläutet? In einigen Schwellenländern, vereinzelt aber auch in Europa, haben die steigenden Teuerungsraten bereits zu Zinserhöhungen durch die Notenbanken geführt. Was das Fed betrifft, könnte das Tapering, also eine Reduktion des Anleihenkaufprogramms, im November beschlossen werden, doch selbst dann bleibt die geldpolitische Ausrichtung ungewöhnlich locker angesichts der konjunkturellen Rahmenbedingungen. Die Finanzmärkte haben das Tapering zudem eingepreist.

Wie ist Ihr gemischtes Portfolio derzeit aufgebaut? Wir halten an der Übergewichtung der Aktienquote insgesamt fest und favorisieren dabei taktisch die Papiere von klein- und mittelkapitalisierten Unternehmen. Value-Aktien aus Europa erachten wir derzeit auch als attraktiv, da sie relativ günstig bewertet sind. Ausserdem bieten sie Schutz vor steigenden Zinsen. Schweizer Aktien halten wir aufgrund des defensiven Charakters und der hohen



hen Qualität der Unternehmen ebenfalls übergewichtet. Das wären unsere taktischen Wetten für das laufende Quartal. Langfristig setzen wir auf Qualitäts- und Momentumaktien.

Und bei den festverzinslichen Werten? Gibt es da noch Opportunitäten?

Die Obligationenquote halten wir weiterhin untergewichtet. Generell vermeiden wir es bei tendenziell steigenden Zinsen, die Duration des Portfolios zu erhöhen. Staatsanleihen sind nur als etwaiger stabilisierender Faktor im Portfoliokontext interessant und bei einem ausgewogenen Mandat als Puffer enthalten. Prinzipiell sind wir aber auch bei den festverzinslichen Werten dort investiert, wo das Risiko mit einigermaßen ansprechender Rendite entgolten wird. Damit wären wir bei Schwellenländer- und Hochzinsanleihen engagiert. Generell notieren die Kreditaufschläge von Unternehmensanleihen auf tiefen Niveaus und beschränken damit das Renditepotenzial.

Um einen weiteren, deutlichen Zinsanstieg machen Sie sich keine Sorgen?

Der Anstieg hat grösstenteils schon stattgefunden. Die Inflation muss schon lange auf dem jetzigen Niveau verharren oder gar weiter steigen, um die Zinsen nochmals deutlich anzutreiben.

«Dem Langfristinvestor muss bewusst sein: Hätte er 2010 einen breiten Rohstoffindex gekauft, wäre er heute immer noch im Minus.»

Dann sehen Sie den zehnjährigen Eidgenossen in diesem Jahr nicht mehr über 0%? Nein, nicht in unserem Basisszenario.

In welchen alternativen Anlagen sind Sie engagiert?

Da sind wir in Immobilienfonds und Gold investiert. Allerdings halten wir das Edelmetall taktisch untergewichtet, da steigende Realzinsen dem Kursverlauf eher abträglich sind.

Die Sorgen um den chinesischen Immobilienkonzern Evergrande haben sich etwas gelegt. Bleiben die Entwicklungen im Reich der Mitte dennoch ein Marktrisiko?

Das Beispiel zeigt sehr schön, dass die politischen Risiken in Ländern wie China und Russland nicht vernachlässigt werden dürfen, selbst wenn die Rendite lockt. Nicht umsonst ist der russische Markt gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis einer der günstigsten Aktienmärkte, China ebenfalls. Dieser Risiken muss man sich als Anleger nach wie vor bewusst sein.

Ist die Immobilienkrise in China denn jetzt ausgestanden?

Der Konzern Evergrande ist zahlungsunfähig und wird wohl abgewickelt werden müssen. Diese Misere zieht natürlich Kreise, insofern als andere Unternehmen auch in den Strudel hineingezogen werden können. Allerdings wird es die chinesische Führung nicht zulassen, dass das gesamtwirtschaftliche Wachstum dadurch merklichen Schaden nimmt.

Die Energiepreissally ist in aller Munde. Sind Sie ausser in Gold noch in anderen Rohstoffen investiert?

Taktisch hätte sich ein Engagement in Rohstoffe über die vergangenen Monate sicher bezahlt gemacht, aber mit der Investition in einen breiten Index im Jahr 2010 wäre ein Anleger heute noch immer im Minus. Insofern nutzen wir unser Risikobudget im Portfolio lieber für ein Engagement in Aktien. Dort können wir eine Dividende erwarten, die Titel können wir bewerten und es ist Substanz vorhanden.

INTERVIEW: SYLVIA WALTER

Markttechnik

Mit Gold ist man geduldiger

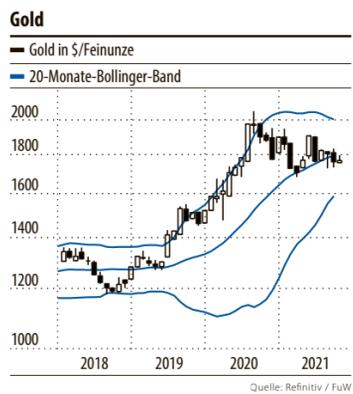
Seit August 2020 hat der Goldpreis rund 15% verloren. In derselben Zeit ist der MSCI Welt um 26% gestiegen. Schon höre ich die Stimmen, die laut verkünden, Gold und Aktien könne man nicht vergleichen. Warum nicht, frage ich zurück. Weil Gold einen Schutz vor de-saströser Kapitalvernichtung bietet, wird man mir sagen. Bei nüchterner Betrachtung ist es aber so, dass man sehr weit zurückgehen muss, um feststellen zu können, dass Gold diese Funktion auch tatsächlich erfüllte. Zum Teil wohl auch, weil Regierungen in grossen Krisen den Privatbesitz von Gold einfach verboten haben.

Bis vor rund fünfzig Jahren gab es während mehrerer Jahrzehnte keine Preisfindung für Gold im freien Markt. Zwei Mal täglich stellten die Goldhändler in London einen Brief-Geld-Kurs fest. Die Golddeckung herausgegebener Währungen wurde indirekt über den Wechselkurs des Dollars berechnet, der seinerseits einen fixen Wechselkurs von 35 \$ pro Unze aufwies. Von einem freien Markt konnte keine Rede sein.

Lange Durststrecken

Nach einer partiellen Freigabe und einer schrittweisen Überführung zur Preisfindung auf dem freien Markt hat das gelbe Metall zwei lange Durststrecken durchlaufen, eine von Januar 1980 bis August 1999, in deren Verlauf der Preis um 70% gefallen ist, und die zweite von September 2011 bis Dezember 2015 mit einem Verlust von 45%.

Manche Leute wollen immer einen gewissen Bestand in Gold haben. Sie müssen bereit sein, für eine fiktive



Meinungen zur Börsenlage

Vorübergehend

Wer hätte gedacht, dass das (Un-)Wort «Corona» bereits dieses Jahr droht, abgelöst zu werden? Der Begriff «vorübergehend» scheint in aller Munde zu sein – wen kümmern noch Lockdowns, Booster-Shots und Virusmutationen, wenn sich an den Märkten alles um die hartnäckiger als gedachte auftretende Inflation zu drehen scheint? Anlegern, die sich gegen höhere Preise absichern möchten, empfehlen wir ein Engagement in Rohstoffen oder Gold. Darüber hinaus bieten sich Aktien von Unternehmen an, denen höhere Preise wenig anhaben, etwa weil sie essenzielle Produkte oder Dienstleistungen anbieten, bei denen Kunden nicht auf günstigere Versionen ausweichen können oder wollen. Eine vielversprechende Strategie scheint auch Raphael Bostic vom US-Fed zu verfolgen. Er führte vor kurzem eine «Swear Jar» ein – wann immer in Bostics Büro das unruhliche Wort «vorübergehend» fällt, muss ein Dollar berappt werden.

BANK VONTOBEL

Stagflation

In den letzten Monaten ist es aufgrund wieder steigender Infektionszahlen, Angebotsengpässen und höheren Produktionskosten zu einer sich leicht abschwächenden Wirtschaftsdynamik gekommen. Gekoppelt mit der Inflation führt dies zu der ungünstigen Kombination der Stagflation. Ein wohldiversifi-

Sicherheit einen sehr hohen Preis zu zahlen. Ich bin es nicht. Meinen «agnostischen» Zugang zu Gold sollten Sie kennen, um meine Meinung zu diesem Metall entsprechend einzuordnen. Und die ist nicht immer grundsätzlich positiv, aber derzeit ist sie es.

Aus meiner Sicht hat der Goldpreis zwischen Januar 2016 und November 2018 einen Boden gebildet, der mehr verspricht als einen Kursschub von 98% während knapp zwei Jahren. Der Rückschlag seit August 2020 um 15% ist die erste Konsolidierung in einem primären Aufwärtstrend. Dass sie bereits länger als ein Jahr dauert, spricht nicht gegen diese Annahme. Also was spricht für die Konsolidierungsthese?

Gründe für die Annahme

Kenner werden auf den ersten Blick im abgebildeten Chart sehen, was im August 2020 geschehen ist: Das 20-Monate-Bollinger-Band hatte eine Blase gebildet, und der Monats-Chart in japanischer Kerzendarstellung bildete einen sogenannten Doji aus – ein Symbol für ein Ende, aber nicht zwingend eine Wende eines Trends. Gleichzeitig war die veröffentlichte Meinung damals ultraoptimistisch.

Der Ausgangspunkt zur Beurteilung der Situation ist dieser: Erstens stellt sich ein Kursschub nach einer Bodenbildung wie der von Februar 2016 bis November 2018 äusserst selten als etwas anderes heraus als ein Trend, der länger dauert und weiter geht, als die meisten erwarten. Zweitens ist dem jedoch nur so, wenn grösseren Bewegungen auch grössere Konsolidierungen folgen. Ein Gewinn von 98% in etwas mehr als zweieinhalb Jahren und eine Konsolidierung von 15% in etwas mehr als bis jetzt einem Jahr erfüllen den Anspruch an das Ausmass beider Vorgänge. Drittens wären, wenn der Aufwärtstrend gebrochen worden wäre, die Rückschläge seit April heftiger ausgefallen, besonders nach der Erholung im Mai. Das wahrscheinlichste Szenario aus meiner Sicht ist, dass der Konsolidierung eine Fortsetzung des primären Aufwärtstrends von Gold folgt.

ALFONS CORTÉS www.alfonscortes.com

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

ziertes und breit gestreutes Portfolio über verschiedene Assetklassen und Regionen sollte langfristig einen stabilen Mehrertrag generieren. Dazu gehören bestimmte Aktiensegmente aus den Bereichen Energie und Rohstoffe, Inflation Linked Bonds und Floating Rate Notes sowie Schwellenländeranleihen oder nachrangige Anleihen. Ein guter Kompromiss zwischen Aktien und Anleihen sind zudem Wandelanleihen.

LAZARD ASSET MANAGEMENT

Franken

Die hohe Inflation bewegt die Gemüter und hat auch für den Franken Relevanz. Denn selbst der «perfekte Inflationssturm» dieses Jahres ändert nichts daran, dass die Teuerung hierzulande tiefer bleibt als im Ausland. Seit 2009 ist die Inflationssschere zwischen Euroraum und Schweiz gemessen an den Produzentenpreisen 25% auseinandergegangen. Die Aussage der SNB, der Franken sei «hoch bewertet», passt immer weniger ins Bild. Gemessen an der Kaufkraftparität neigt er zum Euro eher schon zur Unterbewertung. Beschwerden aus der Schweizer Industrie über einen zu starken Franken sind denn auch weitgehend verstummt. Solange die «Kurspflege» der SNB nur einige Milliarden Franken erfordert, überwiegen die Vorteile. Die Chance-Risiko-Betrachtung gerät aber in Schiefelage, falls deutlich mehr Mittel nötig würden oder sich die Schweiz erneut im Fadenkreuz des US-Schatz-amts wiederfände.

KAISER PARTNER PRIVATBANK