

«Noch fehlt der Boden für einen neuen Aufschwung»

MITTWOCHSINTERVIEW Martina Müller-Kamp, Leiterin Investment Center und Direktionsmitglied der Graubündner Kantonalbank, sieht gute Gründe, sich defensiv zu positionieren.

Frau Müller-Kamp, noch vor Wochen schien es, als würden sich die Börsen stabilisieren. Dann kamen sie erneut ins Trudeln. Was ist passiert?

Dieses Jahr wurde immer deutlicher, dass die Notenbanken dem Markt Liquidität entziehen. Die Aktienmärkte profitieren in Zukunft nicht mehr von der ultralockeren Geldpolitik. Die Notenbanken haben zudem deutlich gemacht, dass sie angesichts der wachsenden Inflationsgefahren nicht mehr in jeder Situation den Markt mit Liquidität fluten. Gleichzeitig zeigen sich erste Ermüdungserscheinungen in den Wachstumsraten, und die geopolitischen Risiken haben sich zugespitzt. Die Investoren realisieren, dass die Börse keine Einbahnstrasse ist.

Die Argumente, die Sie nennen, gelten schon länger. Sollten sie inzwischen nicht eingepreist sein?

Es kann sicher nach den starken Verlusten der letzten Wochen zu einer technischen Gegenbewegung kommen. Ob allerdings wirklich eingepreist ist, was ein Entzug von Liquidität durch die Notenbanken für die Konjunktur und die Unternehmensgewinne bedeutet, wage ich zu bezweifeln.

Welche Stimmung nehmen Sie am Markt und unter Kunden wahr: Unmut, Verleider, oder warten die Investoren einfach nur ab?

Die Kunden sind entspannt. Es zeigt sich zurzeit weder Euphorie noch Panik am Markt. Auch das spricht eher dafür, dass eine mögliche Erholung nur eine Zwischenphase ist. Der Boden für einen neuen stabilen Aufwärtstrend ist noch nicht gelegt.

Auch das Gewinnwachstum der Unternehmen lässt nach, wie Sie erwähnen. Sind Aktien weiterhin teuer oder nach der starken Korrektur wieder günstig?

Nimmt man sehr langfristige Bewertungsindikatoren, wie das Shiller P/E – zyklisch adjustiert –, sind Aktien weiterhin teuer bewertet. Nimmt man kurzfristige Indikatoren, die die erwarteten Gewinne der Analysten zugrunde legen, sind sie nach der Kurskorrektur im Oktober nicht mehr teuer. Es wird daher sehr davon abhängen, ob die Erwartungen der Analysten auch tatsächlich erfüllt werden.

Was ist Ihre Meinung?

Ich wäre eher vorsichtig. Zwar droht nicht unmittelbar eine Rezession, aber weitere Gewinnrevisionen, die auch die Aktienkurse belasten, sind nicht ausgeschlossen.

Der jüngste Rückschlag wurde angeführt vom Banken- und IT-Sektor. Stehen noch andere Branchen unter Abgabeverdacht?

Ausser Banken und IT haben der Energiesektor und in der Schweiz Mid und Small Caps gelitten. Energie wurde vom sinkenden Ölpreis überschattet. In der Schweiz entfernten sich die wegen hoher Wachstumserwartungen teuer bewerteten Mid Caps deutlich von ihren Höchstkursen.

Würden Sie bei Banken und Technologie einsteigen? Europäische Bankaktien machen noch immer den Anschein, als stünden wir mitten in der Finanzkrise.

Beide Sektoren haben zuletzt unter dem sinkenden Risikoappetit der Anleger gelitten. Dazu kamen titelspezifische Probleme. Bei der UBS war es die drohende Milliardenbusse in Frankreich. Apple litt unter der Befürchtung eines geringeren Absatzes der neuen iPhone-Modelle. Während die wieder rückläufigen Zinsen die Bankaktien weniger attraktiv machen, belastet bei den IT-Werten das negative Sentiment die Nachfrage.

Wo sehen Sie Schnäppchen?

Grosse IT-Konzerne werden die Delle wohl bald ausbügeln. Ihre Aktien sind nun günstiger zu haben. Auch einige Titel im Halbleitersegment sind attraktiv bewertet. Wir sind beispielsweise in KLA-Tencor investiert. Das US-Unternehmen stellt Rendite- und Prozessüberwachungssysteme für die Chipindustrie her. Für Investoren,



Martina Müller-Kamp: «Haben unsere Goldquote Ende August übergewichtet.»

die sich defensiver positionieren möchten, sehen wir in Reckitt Benckiser aus Grossbritannien einen recht günstig bewerteten Basiskonsumwert.

Und in der Schweiz?

In der Schweiz bevorzugen wir Roche und Novartis. Obwohl sich beide Werte in den letzten Monaten besser entwickelt haben als der Markt, sind sie im historischen Vergleich weiterhin günstig.

Ist die Zeit der Nebenwerte vorbei? Gehört die nächste Phase den grosskapitalisierten Werten, gerade in der Schweiz, wo defensive Sektoren wie Pharma, Gesundheit und Konsum die Large Caps dominieren?

«Ob wirklich eingepreist ist, was weniger Liquidität für Konjunktur und Unternehmensgewinne bedeutet, wage ich zu bezweifeln.»

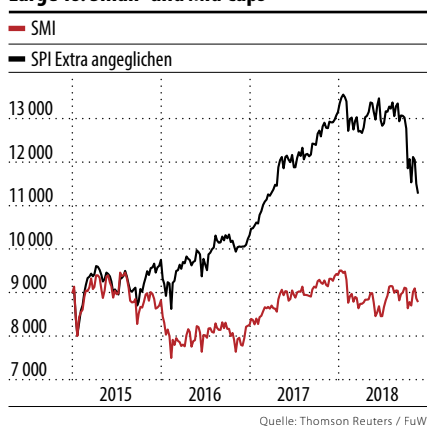
Ob sich die Mid Caps fangen werden, wird in erster Linie vom weiteren Wirtschaftsverlauf abhängen. Auch das Sentiment spielt eine wichtige Rolle. Die Investoren müssten wieder bereit sein, für Wachstum eine Prämie zu zahlen.

Mehr defensiv statt zyklisch ist Konsens unter den Strategen. Weshalb nicht etwas mehr Risiko nehmen, unter den grosskapitalisierten Titeln, LafargeHolcim, Sika, ABB?

Unser Mehrfaktorenmodell zeigt eine defensive Positionierung an. Deshalb sind wir in unseren Portfolios in den erwähnten Werten untergewichtet. Das würde sich ändern, wenn in zyklischen Titeln wieder ein positives Momentum zu erkennen wäre. Derzeit ist das aber nicht der Fall.

Wie beurteilen Sie das Luxusgütersegment – Richemont, Swatch Group? Auch diese Titel haben stark gelitten.

Large vs. Small- und Mid Caps



Nachdem die Luxusgütertitel im Sommer von Analysten hochgejubelt worden waren, setzte eine heftige Korrektur ein. Aus Bewertungssicht sind beide genannten Titel inzwischen wieder attraktiv. Wir bleiben aber an der Seitenlinie und warten ab, bis sich das Kursmomentum verbessert.

Konsens ist ebenso, dass die Märkte volatil bleiben. Zu welchem Anlageverhalten raten Sie?

Wichtig sind ein disziplinierter Ansatz und sich nicht von den eigenen Emotionen leiten zu lassen. Euphorie und Panik sind stets schlechte Ratgeber. Wir haben uns in den letzten Wochen sowohl in unserer Allokation als auch in unserer Einzeltitelselektion defensiver positioniert und halten an dieser Strategie fest, bis sich die Situation an den Märkten wieder stabilisiert. Das empfehlen wir auch unseren Kunden.

Diversifikation ist trotz eingeschränkter Alternativen ein Muss. Was empfehlen Sie auf der Obligationenseite?

Mit den sinkenden Zinsen haben private Investoren Franken-Obligationen mit guter Bonität gemieden, weil sie nach Kosten negativ rentieren. Stattdessen wurde das Geld zu Null auf dem Konto parkiert oder in Obligationen mit geringerer Bonität investiert. Positive Diversifikationseffekte sind aber nur bei Obligationen mit hoher Bonität vorhanden. Anleihen mit schlechter Bonität verlieren ebenfalls in schwierigen Marktphasen. Das haben die Investoren in diesem Jahr gespürt. So haben Investment-Grade-Unternehmensanleihen seit Jahresanfang über 4% verloren.

Und Rohstoffe, Gold?

Wir sind nicht in Rohstoffe investiert. Sie sind geprägt von hoher Volatilität und Unberechenbarkeit. Die Abwertung des Rohölpreises in den letzten Wochen hat das einmal mehr verdeutlicht. Wir schätzen allerdings Gold als Portfolio-Diversifikation. Zwar schüttet es keine Zinsen aus, aber dafür bietet es einen Schutz in sehr volatilen Marktphasen. Nach einer Abwertung des Goldpreises haben wir unsere Goldquote daher Ende August übergewichtet und behalten diese Positionierung auch bei.

Was drängt sich mit Blick auf den Währungsmarkt auf?

Das britische Pfund dominiert gegenwärtig die Schlagzeilen im Währungsbebereich. Obwohl es gegenüber vielen Währungen günstig bewertet ist, raten wir weiterhin von einem Übergewicht ab. Besonders die Zustimmung des britischen Unterhauses zum vorliegenden Brexit-Vertrag steht auf sehr wackligen Füßen. Die Volatilität dürfte in den kommenden Wochen hoch bleiben. Erst bei einem definitiven Brexit-Deal könnten sich in diesem Bereich interessante Investment-Möglichkeiten eröffnen.

Bezüglich Entwicklung: Auf welche Indikatoren legen Sie in naher Zukunft besonderes Augenmerk?

Wir haben einen sehr systematischen Anlageprozess, der Marktdaten mit Fundamentaldaten verbindet. Wir werden daher wieder positiver, wenn der Aktienmarkt aus seiner derzeitigen Seitwärtsbewegung nach oben ausbricht und Momentum zeigt. Zudem beobachten wir die Spreads von Unternehmensanleihen und die Zinsstrukturkurve als gute Vorlaufindikatoren für die konjunkturelle Entwicklung.

Unter welchem Motto sehen Sie das Anlagejahr 2019?

Während die vergangenen Jahre von den Liquiditätsspritzen der Notenbanken getragen waren, muss der Markt in Zukunft mit einer restriktiveren Geldpolitik leben. Das bedeutet, dass die Volatilität erhöht bleibt und die Ertragswartungen insgesamt tiefer liegen als in der Vergangenheit.

Markttechnik

Weshalb der Nikkei-Index wichtig ist

Seit Jahresbeginn verlor der MSCI Japan in Dollar gerechnet 9,6%, der Nikkei 5,15% (in Yen 4,9%). Der MSCI Welt gab bislang 6,1% preis. Der grössere Abschlag des MSCI Japan kam zustande, obwohl darin die Dividenden ohne Quellensteuerabzug berücksichtigt werden, während sie im Nikkei nicht eingerechnet werden. Die Outperformance kam ab September zustande.

Der Grund liegt erstens darin, dass die Indizes der Länder vorwiegend über die Sektoren gesteuert werden und zweitens an der Berechnungsmethode, die wegen der Sektorpräferenz vor allem seit dem Spätsommer den Nikkei begünstigt. Während der MSCI Japan (wie auch der Topix) kapitalgewichtet ist, wird das Gewicht der Nikkei-Konstituenten aus dem Anteil ihrer Aktienkurse an der Summe aller Aktienkurse berechnet.

Nikkei gegen MSCI Japan

Central Japan Railway ist beispielsweise mit einem Kurs von 22930 Yen höher gewichtet als Toyota Motors bei einer Notierung von 6821 Yen. Der Anstieg von Fast-Retailing von 48960 auf 56780 Yen um 16% in drei Monaten schlägt sich im Nikkei deutlich stärker nieder als der Verlust der Okuma-Aktie von 6310 auf 5300 Yen oder minus 16% in der gleichen Zeit.

Nach vorne blickend weist der Nikkei aus meiner Perspektive einen Vorteil gegenüber dem MSCI Japan durch die höhere Gewichtung der Sektoren Gesundheitswesen und Basiskonsumgüter von zusammen 23,5% gegenüber lediglich 16,8% im MSCI Japan auf.

Nikkei 225



Meinungen zur Börsenlage

Ausblick 2019

Unter dem Thema «Verlängerter Wirtschaftszyklus» glauben wir bei Risikoanlagen an eine Erholung im Jahr 2019. Die Weltwirtschaft dürfte weiter wachsen, das Rezessionsrisiko scheint vorerst gering. Nachdem die US-Zinsen dieses Jahr stark gestiegen sind, erscheint ein grosser Inflations- oder Zinsschock 2019 unwahrscheinlich. Auch Währungsschocks (Dollar und Schwellenländerwährungen), wie sie im zu Ende gegangenen Jahr zu verzeichnen waren, scheinen wenig wahrscheinlich. Die Erwartungen fürs Gewinnwachstum der Unternehmen sind moderater geworden, doch noch stärker haben die Aktienbewertungen korrigiert. Risikoanlagen wie Aktien und Schwellenländeranleihen in Hartwährung werden aufholen. **CREDIT SUISSE**

Technologie

Die Technologiebranchen der USA und Chinas könnten sich zukünftig stärker getrennt voneinander entwickeln. Der Handelskrieg trennt bereits jetzt wichtige Lieferketten, sodass sich die USA stärker in Richtung Mexiko umschauen und China in Richtung Südostasien. Anleger sollten sowohl den US- als auch den chinesischen Tech-Sektor in einem breit diversifizierten Portfolio in Erwägung ziehen, trotz der Tendenz hin zu defensiven Werten. Der Tech-Sektor wird auch 2019 in beiden Regionen einen grossen Teil zum Gewinnwachstum beisteuern. **BLACKROCK**

Ferner dürfte der Nikkei davon profitieren, dass der auch in Japan schwache Finanzsektor mit lediglich 2,7% gewichtet ist, im MSCI hingegen mit 12,1%. Information Technology war ab Anfang Oktober besonders schwach. Zwei Drittel der japanischen IT-Aktien entwickelten sich schlechter als der Nasdaq 100, rund ein Drittel schwächer als der MSCI IT Welt. Die Gewichtung dieses Sektors beträgt im Nikkei 14,1% gegenüber 10,1% im MSCI Japan. Das gereichte dem Nikkei zum Nachteil. Die übrigen Sektoren sind im Nikkei und MSCI Japan ähnlich gewichtet.

Nikkei gegen den MSCI Welt

Dass die Sektoren die Länderindizes steuern, manifestiert sich auch darin, dass sich die europäischen und asiatischen Börsen mehr Eigenleben erlauben als üblich gegenüber den US-Börsen. Das stützt meine Meinung, dass kein Bärenmarkt begonnen hat. Es kann erwartet werden, dass Gesundheitswesen und Basiskonsumgüter bis auf weiteres ihre relative Stärke beibehalten. In diesem Zusammenhang hat der Nikkei einen leichten Vorteil zum MSCI Welt. IT ist mit 14% gleichgewichtet in Nikkei und MSCI Welt. Dieser Sektor dürfte noch eine deutliche Rally hinlegen, bevor er möglicherweise in einen Bärenmarkt mündet.

Den grössten Nachteil erwächst dem Nikkei durch das Gewicht des Industriesektors von knapp 20% gegenüber 11% im MSCI Welt. Den grössten Vorteil dürfte der Nikkei aus einer markant niedrigeren Gewichtung des Finanzsektors von wie erwähnt nur 2,7% gegenüber 16,4% im MSCI Welt ziehen, wobei es in diesem Sektor eine eher positiv aufgestellte Industrie gibt, nämlich Versicherungen mit 3,7% im MSCI Welt.

Mit dem Nikkei kauft man sich eine breite Diversifikation über alle Sektoren, berücksichtigt dabei die attraktivsten zulasten der unattraktivsten Sektoren und hat ein Produkt im Portfolio, das anders als alle anderen Aggregate mit Ausnahme der drei Dow Averages berechnet wird.

ALFONS CORTES www.alfonscortes.com

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

«Defense first»

Zu den konjunktursensitiven Branchen zählen zum Beispiel Autos, Luxusgüter, Medien, Basiskonsumgüter, Industrie, Finanzen und Energie. Zu den defensiven Sektoren gehören Konsumgüter, Gesundheit, Telecom und Versorger. Die Margen dieser Unternehmen schwanken weniger stark als die von Zyklizern, was sich in einem stabileren Gewinnverlauf spiegelt. Angesichts der in verschiedenen Weltregionen in absehbarer Zeit nachlassenden Konjunktur dynamik dürften defensive Aktien vermehrt Nachfrage finden. Titel, die unseres Erachtens dafür in Frage kommen, sind Novartis, Nestlé, Reckitt Benckiser oder PepsiCo. **LUZERNER KANTONALBANK**

Demografie

Bis 2050 wird ein Fünftel der Erdbevölkerung über sechzig Jahre alt sein. Damit bilden die Senioren die am schnellsten wachsende Konsumentengruppe. Ihre Konsumkapazität wird bis 2020 voraussichtlich 15 Bio. \$ erreichen. Davon können diverse Unternehmen profitieren vor allem Unternehmen im Augen- und Hörbereich, aber auch Firmen, die auf den ersten Blick kaum Berührungspunkte mit dem Gesundheitswesen haben, wie Philips, Bose und Amazon. Mit spezifischen Lösungen springen sie auf den Zug auf.

ROTHSCHILD WEALTH MANAGEMENT