«Es kam vereinzelt zu Übertreibungen»

MITTWOCHSINTERVIEW **Benno Arnold,** Manager des Equity Fund Small & Mid Caps von Swisscanto Invest, sieht bei Schweizer Nebenwerten Chancen. Bei Krisengewinnern ist er skeptisch.

Herr Arnold, der Schweizer Aktienmarkt ist zurück auf dem Niveau von Anfang Jahr. Macht Ihnen die rasche Erholung Sorgen?
Ja. Die Situation in der Realwirtschaft hat sich mit Corona massiv verändert. Es ist nicht anzunehmen, dass die Wirtschaft zur alten Ordnung zurückfindet, dafür gibt es zu viele strukturelle Veränderungen. Ich schätze, dass viele Unternehmen 2021 noch nicht an den Umsatz von 2019 herankommen. Dass sie bezüglich Wachstum also zwei volle Jahre verlieren.

Das heisst: Der Markt ist überbewertet.
Die starke Erholungsphase hat so ziemlich alle Aktien nach oben getrieben. Dabei kam es auch vereinzelt zu Übertreibungen. Denn: Einige Titel sind in der Krise zu Recht abgestraft worden. Aber es gibt natürlich immer auch attraktive Unternehmen, die zu wenig auf dem Radar der Investoren sind.

Zum Beispiel?
In unseren Nebenwerteportfolios finden sich einige vernachlässigte Titel. Leonteq beispielsweise, wo die Kurskorrektur aufgrund eines wohl einmaligen negativen Effekts zu stark ausgefallen ist. Meyer Burger, die jüngst einen Strategiewechsel bekannt gegeben und ihn mit einer erfolgreich durchgeführten Kapitalerhöhung finanziell unterlegt hat. Und Peach Property aus dem Immobiliensektor. Das Unternehmen ist gemessen am Kurs-Buchwert-Verhältnis einiges günstiger eingestuft als viele vergleichbare Werte. Der Markt wird derartige Differenzen über die Zeit ausgleichen.

Und dann sind da noch die berüchtigten Krisengewinner.
Viele dieser Unternehmen haben ein spannendes Geschäftsmodell und gute langfristige Pläne. Lonza halten wir zum Beispiel in unseren Portfolios, weil sie bereits in der Vergangenheit den Beweis für eine erfolgreiche Strategie erbracht hat. Aber das werden eben nicht alle schaffen. Und es gibt sicher auch Titel, bei denen die Hoffnungen auffällig gross sind.

Welche sind das?
Ich denke da an den Laborausrüster Tecan, den IT-Dienstleister Also oder die Versandapotheke Zur Rose. Von ihnen erwartet der Markt derzeit sehr viel. Entsprechend hoch bewertet sind die Aktien. Ob die Unternehmen die Erwartungen auch erfüllen können, wird sich zeigen müssen. Wir halten Positionen dieser Unternehmen allerdings entweder gar nicht oder mit einem Untergewicht.

Angesichts der wirtschaftlichen Lage müssten die Preise doch generell tiefer sein.
Investoren setzen darauf, dass praktisch unbeschränkt Geld fliesst und die Wirtschaft nicht nur mit Geldpolitik, sondern zunehmend auch mit fiskalpolitischen Massnahmen gestützt wird. Das zeigt sich in den Kursen.

Wie stark spielt «Fear of missing out», also die Angst der Anleger, etwas zu verpassen, in die Bewertungen hinein?
Sie spielt eine Rolle. Allerdings vor allem bei Unternehmen, bei denen man überproportionales Wachstum erkennen kann. Aber Anleger sollten sich bewusst sein, dass alles seine Grenzen hat.

Wird sich die Situation entspannen, wenn Corona überwunden ist?
Ich fürchte, nein. Die aktuelle Geld- und Fiskalpolitik befeuert die Verschuldung und wird dazu führen, dass die Zinskurve flach und die Realzinsen sehr tief bis negativ bleiben. Das verschärft den Anlagenotstand, man wird also praktisch gezwungen, in Aktien zu investieren.

Führt uns das direkt in die nächste Krise?
Die Schuldenkrise ist ja nicht neu. Sie wird zwar mit Geld zugedeckt, aber darunter brodelt es weiter. Ob und wie stark diese Situation künftig zu Marktkrisen führt, ist schwer abschätzbar. Ich befürchte aber,

BILD: ZVG

«Einige Titel sind in der Krise zu Recht abgestraft worden.»

dass die Märkte nachhaltig volatiler bleiben. Wir werden schnellere Kursbewegungen sehen, grössere Amplituden, die aber rascher ausgeglichen werden.

Gibt es weitere Faktoren, die dem Aktienmarkt zum Verhängnis werden könnten?
Den Handelskonflikt zwischen den USA und China betrachte ich mit zunehmender Sorge.

Wieso?
Der Markt unterschätzt das Risiko, weil ihn Corona völlig vereinnahmt. Vor ein paar Jahren hätten wir uns nicht vorstellen können, dass die USA nicht nur offen einen Handelskrieg führen, sondern gar gegen einzelne Unternehmen vorgehen, wie es mit Huawei der Fall ist. Schaukelt sich dieser Konflikt wieder hoch, werden wir die realen Auswirkungen zu spüren bekommen. Es käme wohl erneut zu Verwerfungen. Insofern könnte sich der Konflikt als einflussreicher und negativer herausstellen, als viele denken.

«Schaukelt sich der Konflikt zwischen den USA und China wieder hoch, werden wir die Auswirkungen zu spüren bekommen.»

Welche Wirkung kann die aktuelle Berichtssaison entfalten?
Sie führt vermutlich zu stärkeren Kursschwankungen als in anderen Jahren. Die korrekte Bewertung ist für Investoren und Analysten sehr viel schwieriger geworden. Zudem können Unternehmen oft keinen oder nur einen ungenauen Ausblick geben. Das ist eine völlig neue Situation.

Gibt es Sektoren, denen Sie zutrauen, positiv zu überraschen?
Den Banken ist das zuzutrauen. Wir haben ja auch schon erste positive Berichterstattungen gesehen. Die Aktivitäten der Kunden waren wegen der ausgeprägten Volatilität an den Märkten höher, was guten Umsatz und Gewinn bringt. Zudem waren Unternehmen aktiver, nahmen Kredite auf, es kam auch immer wieder zu Corporate-Finance-Transaktionen.

Banken sind nicht gerade dafür bekannt, Kursfantasien zu wecken.
Langfristig werden sich negative Trends, denen sie ausgesetzt sind, eher verstärken. Auch künftig leiden sie unter tiefen Zinsen, zudem dürften wegen der Covid-19-Pandemie die Kreditausfälle steigen.

Und doch investieren Sie in Finanzwerte.
Wir sind mehr an speziellen Finanzdienstleistern interessiert. Neben Leonteq beispielsweise an der Konsumkreditbank Cembra. Wie sich anhand der Halbjahreszahlen kürzlich gezeigt hat, scheinen die Befürchtungen über die Höhe der Kreditverluste übertrieben gewesen zu sein.

Ist die harsche Korrektur bei den Versicherern gerechtfertigt?
Das ist eine zweischneidige Angelegenheit. Im Gegensatz zu den meisten anderen Aktien sind Versicherungstitel einerseits nicht teuer. Sie handeln teils unter Buchwert, was auch an den tiefen Eigenkapitalrenditen liegt. Andererseits gibt es noch einiges an Unsicherheit über die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf die Schadenlast und die Anlageportfolios der Versicherungsgesellschaften.

Haben die Aktien Aufholpotenzial?
Es ist kaum zu erwarten, dass sie stark über den Buchwert steigen können. Natürlich gibt es zwischen den Versicherern Unterschiede, aber viele liefern eine zu geringe Eigenkapitalrendite, um ihre Kapitalkosten zu decken.

Die Situation am Aktienmarkt hat sich in den vergangenen Monaten immer wieder geändert. Haben Sie mehr Umschichtungen vorgenommen als in ruhigen Zeiten?
Deutlich mehr. Zuerst haben wir unser Corona-Exposure reduziert. Später haben wir in Unternehmen investiert, die zu stark abgestraft worden sind oder die von der Krise profitieren. Logitech, Siegfried, Bachem und VAT gehörten dazu. Letzteren kommt zugute, dass sich durch die schnellere Digitalisierung die Nachfrage im Halbleiterbereich kräftig erholt.

Setzen Sie wieder stärker auf Zykliker?
In den vergangenen zwei Monaten haben wir defensive Titel in der Tendenz eher reduziert. Allerdings gibt es Aktien mit defensivem Charakter, deren Geschäftsmodell auch in Krisenzeiten gut funktioniert. Beispielsweise SIG Combibloc. Sie sind sowohl bei steigenden wie auch bei fallenden Kursen ein guter Wert.

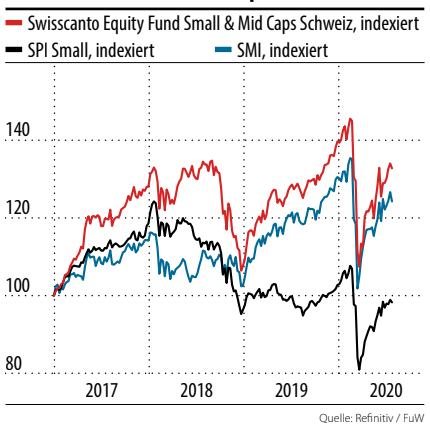
Welche Faktoren sind für die Auswahl von Aktien derzeit entscheidend?
Immer noch dieselben wie eh und je. Im Grundsatz geht es um die Frage, wie viel man bekommt und wie viel man dafür bezahlen muss. Den Preis zeigt der Markt; was ich erhalte, sehe ich am Geschäftsmodell, an den Finanzkennzahlen und den Softfaktoren. Das hat sich nicht geändert.

Viele Unternehmen haben ihre Prognosen kassiert. Das macht die Auswahl schwierig.
Das ist richtig. Durch die geringe Visibilität sind Softfaktoren bei der Beurteilung wichtiger geworden. Also beispielsweise, wie verlässlich das Management ist, ob das Geschäftsmodell für eine positive Überraschung sorgen kann oder wie gut sich ein Unternehmen neuen Gegebenheiten anpassen kann.

Und was raten Sie Privatanlegern?
Sie sollen weiterhin ihre Hausaufgaben machen, langfristig und gemäss dem eigenen Risikoprofil investieren – und nicht auf vermeintliche Geheimtipps setzen.

INTERVIEW: STEFAN KRÄHENBÜHL

Attraktive Small und Mid Caps



Quelle: Refinitiv / FuW

Markttechnik

Energiesektor in der Bodenbildung

Mit einer Kapitalisierung von 3% gehört Energy neben Utilities und Real Estate zu den drei kleinsten Sektoren. Das ist ein riesiger Unterschied zu den im Mai 2008 erreichten 12% und der immerhin noch neunprozentigen Gewichtung von Juni 2014. Auch dieses Jahr ist der Sektor mit einem Minus von rund 36% der mit weitem Abstand grösste Verlierer.

Das Ende von Kursschocks ist, genauso wie jenes von Bärenmärkten, durch Brennpunkte markiert, wie wir sie im März in allen Sektoren erlebt haben. Aus Brennpunkten entstehen zunächst starke Bewegungen in die Gegenrichtung, und dann muss man schauen, ob es einen Rückzug auf die alten Tiefstmarken gibt oder nicht. Wenn diese Untersuchung abgeschlossen ist, kann man anfangen, an Bodenbildungen zu denken. Und das ist das Thema dieses Sektors.

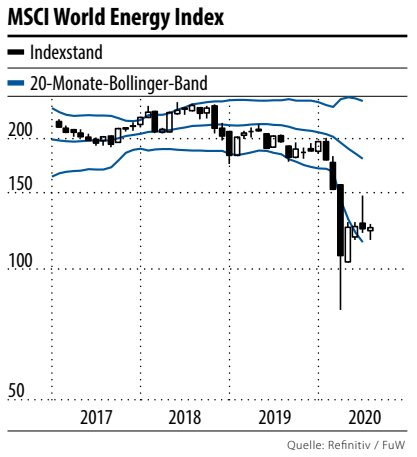
Um allfälligen Fragen vorzugreifen: Die Erholung war aus meiner Sicht keine Bärenmarkt-Rally, ein Rückzug auf die alten Tiefstmarken ist nicht zu erwarten, der Sektor hat nun in eine Bodenbildung gemündet. Die Frage, die sich nun stellt, ist: Sollten Contrarians zugreifen? Immerhin gibt es im Sektor Aktien grosser Unternehmen, die trotz hoher Dividendenrendite zu Schleuderpreisen erhältlich sind.

Momentum bringt Vertrauen

Ein niedrig bewerteter Sektor – und das gilt auch für günstig bewertete Aktien – wird erst dann kaufenswert, wenn die tiefen Bewertungen Kapital anziehen. Und das tun sie erst, wenn Vertrauen da ist, dass sich das Umfeld nicht so verändert, dass die Bewertungen sich als nicht so vorteilhaft wie gedacht herausstellen. Nach einer Historie wie jener dieses Sektors braucht es eben mehr als nur niedrige Buchwerte und hohe Dividendenrenditen. Die Kurshistorie konditioniert nämlich und führt dazu, dass Informationen tendenziell gegen solche Sektoren ausgelegt werden.

Was man als Vertrauensbeweis sehen will, sind entstehende positive Divergenzen gewichtiger Aktien. Diese würden sich in einer relativen Stärke solcher Titel zu einem stärkeren Index als den MSCI Energy, wie zum Beispiel zum MSCI Welt oder, für US-Energieaktien, zum S&P 500 manifestieren.

MSCI World Energy Index



Quelle: Refinitiv / FuW

Prozess nicht abgeschlossen

Solche Kanarienvögel in der Kohlemine fehlen jedoch. Die relativen Trends der besten Schwergewichte – wie Chevron in den USA oder Royal Dutch in Europa – verlaufen neuerdings seitwärts zum MSCI Welt, was bereits ein Fortschritt ist. Die Titel, die in der Lage wären, Momentum im Sektor auszulösen, sind noch nicht soweit. Ihre Bodenbildung ist aus meiner Sicht noch nicht abgeschlossen. Sowohl das Kursmomentum als auch das relative Momentum, oft als relative Stärke bezeichnet, müssen zulegen, um den Staub der Vergangenheit abzuschütteln.

Es braucht das Vorbild von smartem Kapital auf Käuferseite, das unabhängig vom Tagesnachrichtenfluss agiert. Und diese Population braucht, wenn sie gekauft hat, Imitatoren. Aktienkurse steigen nicht von selbst. Sie brauchen Käufer, die bereit sind, in steigende Kurse hineinzukaufen, und weitere Käufer, die Rückschläge sehr bald als Kaufgelegenheit erblicken und ebenfalls einsteigen. Deswegen will man immer wiederkehrende Konsolidierungen sehen. Nur gute Unternehmensdaten allein ohne Aktivität von der Käuferseite her führen nicht zu steigenden Kursen.

Richtig: Wenn man auf Momentum wartet, zahlt man etwas höhere Preise. Dafür hat man aber den Vorteil, nicht in etwas hineinzukaufen, was am Markt nicht gefragt wird.

ALFONS CORTÉS www.alfonscortes.com

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

Meinungen zur Börsenlage

Europa bevorzugt

Der desolate Umgang der US-Regierung mit der Pandemie und die damit einhergehenden Folgen für die Wirtschaft werden sich über kurz oder lang als Achillesferse für den ohnehin massiv überbewerteten amerikanischen Aktienmarkt und den Dollar erweisen. Das Rekordhoch beim Gold dient hier ebenfalls als Warnsignal. Dass sich immer mehr Wirtschaftsvertreter vom derzeitigen US-Präsidenten, Trump, abwenden, lässt zumindest die Hoffnung zu, dass im November die Basis für einen politischen Neuanfang gelegt wird. Europa und Asien sollten sich in den nächsten Wochen und Monaten besser entwickeln als die USA. Aktien aus den Sektoren Telecommunikation (Deutsche Telekom), Versorger (Veolia) und Nahrungsmittel (Pernod Ricard) bleiben favorisiert. **YOUR WEALTH**

Negativzinsen

Europa kennt Negativzinsen seit 2014. Für die USA ist es Neuland. Mittwochabend wird sich die US-Notenbank Fed dazu äussern, ob sie den möglichen Spielraum der Fed Fund Rates in den negativen Bereich ausweitet oder nicht. Investoren bereiten sich seit Wochen auf dieses Szenario vor, was an den Entwicklungen im Gold und im kurzfristig schwächer gewordenen Dollar gut zu sehen ist. Wir gehen davon aus, dass diese Bewegungen vorübergehend sind. Entscheidend für die Stärke einer Währung beziehungsweise eines Landes ist nicht in erster Linie das Zinsniveau, sondern die Wirtschaftskraft. Diese wird unter anderem durch die Innovationsstärke und eine flexible Arbeitsmarktpolitik bestimmt. In beiden Aspekten sehen wir in den USA weiterhin das grösste Potenzial. Zusätzlich zum niedrigen Zinsniveau werden die Aktienpreise durch attraktives Gewinnwachstum und die damit einhergehenden Dividendenzahlungen unterstützt. Daher investieren wir weiter in Aktien, derzeit vornehmlich in Tech und Gesundheit. **HELVETIC TRUST**

Aktien Asien

Innerhalb unserer Allokation in Schwellenländer-Aktien präferieren wir Asien. Asien hat verglichen mit anderen Schwellenländer-Regionen die besseren Wachstumsaussichten und Gewinnerwartungen. Bezüglich Covid-19 kann die Situation in Asien als «FiFo» (First-in, First-out) bezeichnet werden. Das heisst, die Region bekam das Virus als Erste zu spüren, ist aber auch diejenige, die sich als Erste davon erholen konnte. Asien hat zudem ein vergleichsweise hohes Exposure zur «New Economy» mit Unternehmen wie Alibaba, Tencent oder Samsung, welche von Trends wie Digitalisierung und E-Commerce profitieren. Die Spannungen zwischen den USA und China sind das grösste Risiko. Obwohl wir denken, dass diese Spannungen wohl noch mindestens bis zu den US-Präsidentschaftswahlen im November anhalten werden, gehen wir nicht von einer Eskalation aus. **CREDIT SUISSE**