

Markttechnik

Der Bär im Kuhfell

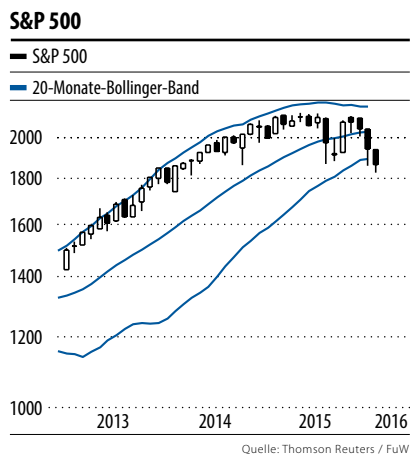
Es ist höchste Zeit für Kurserholungen. Sie werden jedoch nichts daran ändern, dass sich die Aktienbörsen in einem Bärenmarkt befinden. Daher habe ich eine Abwandlung der alten Fabel vom Wolf im Schafspelz als Titel gewählt.

Welche Signale das Ende des Bärenmarktes aufzeigen, folgt nach einem Intermezzo. Es beginnt mit einer exzellenten Masterarbeit über die praktische Umsetzung von Behavioral Finance. Im Fazit heisst es, Behavioral Finance werde von den einzelnen Finanzdienstleistern unterschiedlich interpretiert und implementiert. Genau das ist die Stärke der Forschungsrichtung. Ohne Vielseitigkeit im Ansatz käme der Handel in Aktien zum Erliegen.

Mein Rosengarten

So habe auch ich mir aus wissenschaftlicher Sicht mein Gärtlein angelegt, in dem ich versuche, die schönsten Rosen möglichst dornenarm zu züchten. Mein Credo lautet, dass die Börse in letzter Konsequenz nichts anderes ist als die Vernetzung von Millionen von Gehirnen, die Information einsammeln, sie interpretieren und Perzepte bilden. Die Gehirne kommunizieren nicht nur verbal, sondern auch nonverbal, über Preise. Daraus gilt es, Nutzen zu ziehen.

Will man diese Art der Kommunikation nicht isoliert verfolgen, zieht man das relative Momentum als effektivstes Mittel heran, um zu erfassen, welche perzeptive Evolution sich in den Gehirnen durchsetzt. Zufälligerweise zeigte die NZZ am 15. Februar auf Seite 24, dass eine Momentum-Strategie seit 1975 rund die fünffache Wertsteigerung



Meinungen zur Börsenlage

Qualität

Qualität als Investmentstil übertrifft den Gesamtmarkt seit einigen Monaten wieder. Basierend auf steigender Unsicherheit bei den Investoren und erhöhter Volatilität ist dies nachvollziehbar. Während die Performance-Muster in den USA und in Europa ähnlich aussehen, sehen wir durchaus einige Unterschiede bei den Bewertungen. Während Qualitätstitel in den USA in der Regel niedriger bewertet sind als in Europa, sind sie derzeit sogar noch unter ihrem langfristigen Durchschnitt, während das Gegenteil für Europa zutrifft. Die Kombination eines zurückhaltenden Ausblicks für den US-Markt und der Bewertung führen zu einer Überbewertung von Qualität in den USA und einem neutralen Rating in Europa.

BANK JULIUS BÄR

Prominente Beute

Wie LafargeHolcim vor einigen Tagen demonstrierte, sind namhafte Grossaktionäre von Gnaden ihrer Banken im derzeitigen Verkaufsklima an den Börsen das grössere Risiko als enttäuschende Gewinnzahlen. Die Zwangsliquidierungen haben den Vorteil, dass der Druck vom Titel weicht, wenn die Kaufpositionen auf Kredit respektive mit Hebel (Long Leveraged) einmal aufgelöst sind. Damit zeichnen sich Kaufgelegenheiten ab, etwa für die Deutsche Bank, wo derzeit untergeht, dass der neue CEO einen exzellenten Track Record hat. Mittlerweile ist selbst

brachte wie eine wertorientierte Strategie. Der Autor meinte, darin etwas Esoterisches zu erkennen. Das zeigt, wie weit der Abstand liegt zwischen der Fähigkeit, Behavioral Finance zu buchstabieren und den Frieden zu finden mit der kognitiven Komplexität, die sich hinter einem System versteckt, in welchem sich Millionen von Menschen tummeln. Sie sorgen dafür, dass ökonomische Daten eine subsidiäre Funktion einnehmen. Von primärem Belang sind die Interpretation der mehrheitlich fähigen Informationen und die Perzepte. Momentum – relatives und nominales – ist die primäre Zugangsquelle dazu.

Wie endet die Baisse?

Die Baisse begann nicht aus heiterem Himmel. Flaches Momentum, eine immer engere Marktbreite und ein hohes Shiller-KGV in den USA kündigten sie an. Wie üblich fielen andere Indizes stärker als der S&P 500. Einmal mehr: Man analysiere intensiv die US-Börse und hänge alle anderen anhand ihres relativen Momentums daran fest.

So wie die Hausse aus grossen Schritten vorwärts und kleinen rückwärts besteht, kommt die Baisse in grossen Schritten abwärts und kleinen aufwärts daher. Am Anfang einer Baisse bestärken diese ersten Schritte nach oben viele in der Annahme, die vorangegangene Schwäche sei nur eine Korrektur gewesen. Das ist wahrscheinlich eine falsche Annahme.

Die Baisse wird entweder in einer Verkaufspanik zu Ende gehen, oder sich über Monate hinziehen mit von Tag zu Tag stark schwankenden, aber von Monat zu Monat kaum veränderten Kursen – am wahrscheinlichsten ist eine Kombination beider Erscheinungen.

Das alles beobachte ich mit grösstem Respekt vor der Fähigkeit aller anderen, realistische Visionen zu bilden. Contrarian-Handlungen sind grossartig, wenn sie nicht Mut, sondern Verstand verlangen. Verstand für Perzepte, die (auch) andere Gehirne für die Verabschiedung des bisherigen und den Beginn eines neuen Trends entwickeln.

ALFONS CORTÉS www.unifinanz.li

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

die ungeliebte Credit Suisse einen prüfenden Blick wert. Auf jeden Fall aber die spanische Grossbank Santander. Ein klarer Kauf sind auf dem aktuellen Niveau die Pharmatitel. Der vielzitierte Megatrend Gesundheit reisst sicher nicht ab, wenn Chinas Volkswirtschaft etwas gemächlicher wächst.

VT WEALTH MANAGEMENT

Alte Babyboomer

Die geburtenstarken Jahrgänge der Babyboomer (Vierziger- bis Sechzigerjahre) repräsentieren in den USA ein Drittel der erwachsenen Bevölkerung und zwei Fünftel aller Haushalte. Ein zunehmender Anteil dieser Generation verlässt in den kommenden Jahren das Arbeitsleben und tritt ins Pensionsalter ein. Die Altersklasse der über Fünfundsechzigjährigen wird dabei über die kommende Dekade um 6% wachsen und im Jahr 2029 mehr als 20% der US-amerikanischen Bevölkerung ausmachen. Mit diesem Übertritt verändert sich das Konsumverhalten dieser Generation. So wendet der Durchschnittsamerikaner bis zum fünfundsiebzigsten Altersjahr ein Drittel seiner gesamten Ausgaben für Nichtbasiskonsumgüter auf. Danach sinkt dieser Anteil auf ein Viertel. Dabei gehen die Konsumausgaben für Kleider und Sachwerte zurück, während die Ausgaben für Freizeit (Reisen, Unterhaltung und Gastronomie) zunehmen. Als strukturelle Gewinner dieser Entwicklung sehen wir dabei innerhalb der Reisebranche die Kreuzfahrtindustrie.

DIEM CLIENT PARTNER

«Wir meiden Zykliker, Banken, Versicherungen»

MITTWOCHSINTERVIEW Pierre Fournier, Manager des Evolution Europe Fund, verändert die Portfoliozusammensetzung trotz der aktuellen Baisse nicht.

Herr Fournier, wie sehen Sie das jüngste Geschehen an den Aktienmärkten?

Um die Kontraktion seit Anfang Jahr zu verstehen, muss man zurückschauen. Im April 2015 verzeichnete China erstmals rückläufige Autoverkaufszahlen – ein zuverlässiger Indikator für das Konsumverhalten der chinesischen Mittelklasse. Aber auch andere Indikatoren, die wir beobachten, liessen sich mit der Annahme einer weichen Landung nicht vereinbaren. So sahen wir im vergangenen Jahr eine Abnahme der Milchimporte von einem Fünftel; 16% weniger Laptops wurden verkauft. Spätestens dann war uns klar, dass die Verlangsamung in China auf europäische Unternehmen zurückfallen würde.

Wo kommt die Malaise zum Ausdruck?

Wir verwenden spezifische Unternehmen als Vorlaufindikatoren. Für die Entwicklung des europäischen Marktes schauen wir auf den deutschen Motorenhersteller Deutz. Er hat in der ersten Hälfte des Jahres den Verkaufsausblick von –10% Wachstum auf –20% reduziert. Der Absatz von Deutz nimmt die Investitionsentscheide vieler Branchen vorweg: Autoindustrie, Bau- und Landwirtschaft.

Was bedeutet die Baisse für die Positionen im Aktienportfolio Ihres Fonds?

Sie hat keine Auswirkungen. Wir setzen grundsätzlich nicht auf zyklische Werte. Wir konzentrieren uns auf Wachstumsaktien mit vertretbarer Bewertung. Es müssen Valoren sein, die langfristiges, strukturelles Wachstum versprechen.

«Die Bewertung von Unternehmen, die dem Zyklus unterworfen sind, ist viel schwieriger.»

Was heisst das konkret?

Angesichts der Alterung der westlichen Gesellschaft und der besseren Zugangsbedingungen in sich entwickelnden Märkten ist das Gesundheitswesen äusserst attraktiv. Auch die Zulieferer der Gesundheitsindustrie sind interessant.

Welche Aktien bevorzugen Sie?

Im Pharmabereich setzen wir auf Roche und Fresenius Medical Care. Auch Betreiber von Altersheimen sind attraktiv, etwa die französische Korian. Bei den Zuliefererbetrieben ist der irische Pharmadienstleister und Verpackungshersteller UDG Healthcare einen Blick wert.

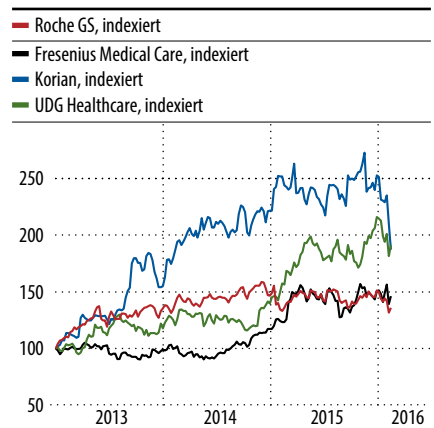
Welcher Sektor ausser Pharma verspricht sonst noch strukturelles Wachstum?

Das Thema Zahlungsverkehr, spezifisch Online-Zahlungen, ist sehr vielversprechend. Hier teilen sich zwei Unternehmen den weltweiten Markt: Ingenico und Verifon. Sie bilden ein Duopol, das sich 40% des Gesamtmarktes teilt.

Hängt Zahlungsverkehr nicht eng mit der Konsumfreudigkeit der Leute zusammen?

Ein Grossteil der Einkünfte hängt mit der Nutzung oder der Miete von Zahlungsterminals zusammen. Es kommt nicht nur auf die Transaktionsvolumen an. Die Verbreitung dieser Terminals in den aufstrebenden

Wachstumsstarke Gesundheitswerte



«Online-Wetten sind ein Wachstumszweig in einer reifen Industrie.»

benden Märkten steht in einem krassen Missverhältnis zur entwickelten Welt. Das bedeutet grosses Wachstumspotenzial.

Wo finden Sie sonst noch nichtzyklische Wachstumswerte?

Im Bereich Online-Wetten. Auch in der alteingesessenen Wettindustrie hält die Digitalisierung Einzug. Spieler, auch ältere Semester, sind weniger bereit, in das Wettbüro um die Ecke zu gehen. Sie wetten lieber im warmen Zuhause am Computer. Online-Wetten sind ein Wachstumszweig in einer reifen Industrie. Aktien von Unternehmen wie Paddy Power oder Bet365 sind die Profiteure dieses Trends.

Business Services spielen in Ihrem Portfolio eine bedeutende Rolle. Weshalb?

Unternehmen lagern alle Aufgaben aus, die nicht zu ihrem Kerngeschäft gehören. Schauen Sie sich den dänischen Facility-Manager ISS an. Von der Erledigung von Sicherheitsaufgaben, Reinigung, Unterhalt, Reception, Catering bis hin zu Datacenter-Management kümmert er sich um alles. Für die Kunden reduziert das Komplexität und Kosten.

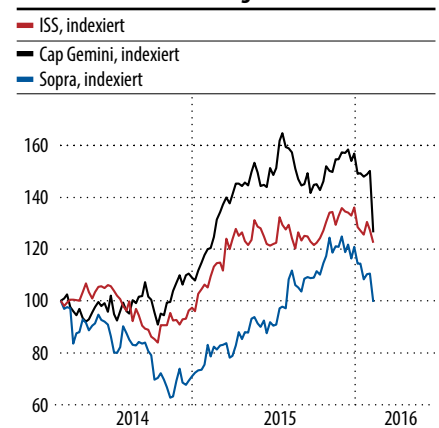
Sind in dem Fall auch Outsourcer von IT-Dienstleistungen attraktiv?

Das Problem der IT-Outsourcer ist, dass ihre Umsatzentwicklung mit der Investitionsfreudigkeit der Unternehmen zusammenhängt. Deshalb bleiben wir derzeit von diesem Sektor fern. Interessanter sind IT-Dienstleister, die Unternehmen bei der Digitalisierung unterstützen oder sich um die IT-Infrastruktur kümmern. Darunter fallen Beratungsgesellschaften wie Sopra oder Capgemini.

Welche anderen Möglichkeiten gibt es, ins Outsourcing-Thema zu investieren?

Auch Staaten lagern immer mehr Aktivitäten aus. Die Digitalisierung von staatlichen Dienstleistungen kann mithelfen, Kosten zu reduzieren. Kainos in Grossbritannien ist ein Beispiel eines solchen Dienstleisters; sie verzeichnet 35 bis 40% jährliches Umsatzwachstum. Grossbri-

Profiteure des Outsourcing



tannien ist im Bereich der Auslagerung wohlgermerkt auch fortschrittlicher als viele andere europäische Länder.

Wovon lassen Sie die Finger?

Wir meiden Zykliker, Banken und Versicherungen. Banken sind uns zu komplex – wir können ihre Bilanz nicht bewerten. Gewisse Bankbereiche tragen auch klar zyklische Züge. Zudem spielt bei Banken und Versicherungen die Regulierung eine bedeutende Rolle. Das heisst, diese Unternehmen sind von exogenen Faktoren abhängig. Von Faktoren also, die sie nicht selbst beeinflussen können. Ist das bei einem Unternehmen ausgeprägt der Fall, halten wir uns von den Aktien fern.

Was haben Sie gegen zyklische Werte?

Die Bewertung von Unternehmen, die dem Zyklus unterworfen sind, ist viel schwieriger. Kennziffern wie etwa das Kurs-Gewinn-Verhältnis sind zyklusbedingt grossen Schwankungen ausgesetzt. Das ist bei reinen Wachstumsgesellschaften weniger der Fall, ihre Sensitivität gegenüber Schwankungen ist viel geringer.

Wie stehen Sie zu Schweizer Aktien?

In der Schweiz sind für uns derzeit nur Pharmawerte von Interesse. Ein Grossteil der Industrieunternehmen sind Zykliker, sie kommen deshalb nicht in Frage. Die letzten Ineffizienzen hinsichtlich Aktienbewertungen sehen wir im Pharmabereich. Hier findet man Unternehmen, die im hohen einstelligen Prozentbereich wachsen, eine Dividende über 3% ausschütten und ein Kurs-Gewinn-Verhältnis um 16 aufweisen, und das in einem Marktumfeld mit verhältnismässig wenig Preisdruck. Novartis und Roche sind in dieser Hinsicht sehr gut aufgestellt.

«In der Schweiz sind für uns derzeit nur Pharmawerte von Interesse.»

Welche anderen Schweizer Unternehmen finden Sie attraktiv?

Wir beobachten derzeit die Aktien des Spezialchemieherstellers Lonza. Wir waren zeitweise im Laborausrüster Tecan investiert, haben die Titel aber mittlerweile gewinnbringend verkauft. Wir haben uns auch Dufry genauer angesehen. Doch angesichts der hohen Verschuldung, des grossen Exposure in den aufstrebenden Märkten und der Margen, die unter Druck kommen werden, haben wir uns gegen ein Engagement entschieden. Dufry war einmal ein gutes Unternehmen.

Sie sagen, Sie gewichten die Bewertung einer Aktie mehr als ihre Herkunft. Dennoch umfasst der Fonds auffällig viele französische und britische Titel. Zufall?

Der deutsche Markt wird durch zyklische Industriewerte und China-Exposure dominiert. In den Märkten Südeuropas sind Wachstumsunternehmen seltener zu finden. Was bleibt übrig? Die Schweiz mit ihren Pharmagesellschaften, Frankreich und Grossbritannien. Beide Märkte sind sehr eklektisch. Sie decken ein weites Spektrum an Branchen ab, die wir als wachstumssträftig erachten. Es sind «tiefe» Märkte mit vielen Nischenplayern. Das bietet eine grosse Auswahl.

Spielt die Ausschüttung einer Dividende eine Rolle in Ihrem Selektionsprozess?

Wichtig ist uns, dass Unternehmen ihren freien Geldfluss sinnvoll einsetzen. Sei es für Investitionen oder wertschöpfende Akquisitionen. Die Gesellschaften, die wir bevorzugen, haben eine progressive Dividendenpolitik, das heisst, sie erhöhen über die Jahre das Pay-out-Verhältnis. Dividendenausschüttung und Wachstum schliesen sich nicht aus. Schöne Beispiele dafür sind der Werber Publicis oder eben ISS.

INTERVIEW: EFLAMM MORDRELLE