

Markttechnik

Energieaktien im Hausemarkt

Erdöl und Ölkarten wurden seit März 2015 fünf Mal in diesen Spalten behandelt. Das Narrativ, das die sinnstiftende Erzählung war hinter den Panikverkäufen, gefolgt von einer kräftigen Erholung, die ihrerseits einer langen Reflexionsphase Platz machte, dokumentiert lehrbuchmässig die Geschichte, aus der die aktuelle Hausse entstanden ist. Sie ist Teil eines rollenden Prozesses von einer Baisse in eine bevorstehende Hausse.

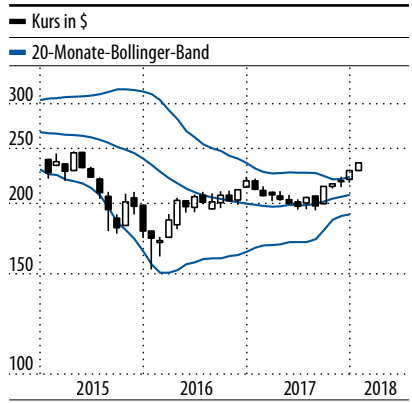
Seit Oktober 2014 ist die Korrelation zwischen Ölkarten und den Rohöl-Futures ungewöhnlich eng. In beiden ist auf den Charts das entstanden, was in den Büchern über technische Analyse als inverse Schulter-Kopf-Schulter-Formation bezeichnet wird. Novizen meinen, solche Erscheinungen oft zu erkennen. Wer sich in technischer Analyse wirklich zurechtfindet, weiss hingegen, dass sie selten vorkommen.

Revolution der Bullen

Treten sie auf, sind sie potente Zeugen eines Vorgangs, den ich plastischer nicht umschreiben kann als mit einer Revolution der Bullen gegen die Partei der Bären, die zu lange geherrscht und dabei vor lauter Selbstherrlichkeit verpasst hat, auch nur die geringste Mühe darauf zu verwenden, die Argumente der Bären zu erhören. Das ist die Anatomie des Endes eines Bärenmarktes und mit umgekehrten Vorzeichen auch des Endes eines Bullenmarktes.

Was sich in Öl-Futures als sogenannte rechte Schulter zwischen Juni 2016 und September 2017 ausbildete, stellt nichts anderes dar als ein Gerangel zwischen Bullen und Bären, das in

MSCI Öl & Gas



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Meinungen zur Börsenlage

Absolute Return

Wir sehen auch für 2018 ein Umfeld relativ hoher Vermögenspreise vorherrschen. Dabei spielen die ausgezeichneten Konjunkturaussichten ebenso eine Rolle wie die Aussicht auf positive Unternehmensergebnisse. Die Inflationsdynamik bleibt wegen des Einflusses technologischer Entwicklungen gedämpft. Das Niedrigzinsumfeld dürfte zunächst fortbestehen. Mit der fortgesetzten Aktien- und Anleihenrally steigt aber auch die Notwendigkeit, Portfolios durch alternative Strategien mit einem Absolute-Return-Profil zu diversifizieren, die weniger abhängig von positiven Marktentwicklungen sind.

VONTOBEL WEALTH MANAGEMENT

CH-Finanzwerte

Wir gehen von einer allmählichen Normalisierung der Zinslandschaft in der Schweiz aus. Von einer solchen Entwicklung sollten Schweizer Finanzwerte mittelfristig profitieren können. Wir rechnen auf Jahressicht mit einer etwas steiler werdenden Zinskurve, da wir am langen Ende einen Anstieg der Zinsen erwarten, während sich am kurzen Ende wenig verändern dürfte. Das sollte den Geschäftsmodellen von Banken und Versicherungen zuträglich sein. Aus diesem Grund empfehlen wir Engagements in verschiedenen Titeln der Versicherungsbranche und von Banken, zum Beispiel Baloise, Swiss Life, Swiss Re und UBS.

LUZERNER KANTONALBANK

der Vorherrschaft der Bullen endete. Dieses Gerangel fand in einer Preisspanne statt in der Mitte des Abwärtstrends, der im Juni 2014 begann und im Februar 2016 endete, und dauerte von Januar bis Juli 2015.

Die Wahl der Mittel

Es handelte sich um eine grössere Auseinandersetzung zwischen den Parteien, die zunächst zu einer Niederlage der Bären führte. Dass gerade in diesem Kursbereich ein sogenannter technischer Widerstand entstand, wie ihn grössere Auseinandersetzungen stets auslösen, überrascht keine Person, die mit der Prospekttheorie von Kahneman und Tversky vertraut ist. Dazu später mehr.

Der Entwicklung von Rohöl-Futures folgt nun der Markt für Energieaktien. Man wird jetzt versucht sein, der Frage nachzugehen, welche Energietitel sich für ein Portfolio besonders eignen. Allerdings ist hier Vorsicht geboten. In der frühen Phase der Entwicklung muss man aufpassen, sich bei der Titelselektion nicht zu überschätzen. Wieder aus der Prospekttheorie folgend, muss davon ausgegangen werden, dass viele Akteure Bestände abbauen werden, sobald ihre Einstandskurse erreicht und Buchverluste ausgeglichen sind.

Die Prospekttheorie, verstärkt durch einen Regret Bias, entfaltet in einer solchen Situation ihre Wirkung. Sie liefert die Erklärung dafür, warum auf den Charts gewisse Bereiche, in denen Kurse und Umsatz in spezifischer Weise zusammenwirken, Widerstände gegen weitere Kursavancen darstellen. Sie machen nämlich private Daten öffentlich: Es sind die Einstandskurse vieler Marktteilnehmer, die sie als Referenzpunkte für ihre Entscheide betrachten – eine verbreitete Krankheit, die der Performance erheblichen Schaden zufügt. Der Crude-Oil-Futures hat, wenn auch dieser Widerstandspunkt noch nicht voll überwunden wurde, doch den wesentlichen Teil davon abgebaut. Nun ist der in früheren Kolumnen angekündigte Bullenmarkt in Öl und Ölkarten Wirklichkeit geworden.

ALFONS CORTES www.unifinanz.li

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

Risiko Nahost

Die Proteste im Iran sind nicht zu unterschätzen, ist es doch eines der wichtigsten Ölförderländer der Welt. Sie richten sich die zweistellige Inflation und allgemein gegen die Regierungspolitik. Dass der Pressesprecher der US-Regierung nach dem harten Eingreifen der Behörden verkündete, man halte sich alle Optionen offen betreffend Wiedererwägung von Sanktionen, hat die Situation keineswegs beruhigt. Sollte die irakische Ölförderung wieder auf das Tief der Sanktionszeit sinken, könnte dies das globale Ölangebot empfindlich treffen. Für die Aktienmärkte muss das nicht zwangsläufig negative Wirkung haben. Die tief bewerteten Ölkarten werden interessanter, wenn der Ölpreis steigt. Falls die geopolitischen Spannungen zunehmen, könnte auch Gold eine Renaissance erleben.

MAERKI BAUMANN

Small Caps

Die Bewertung vieler Schweizer Nebenwerte hat stolze Dimensionen erreicht. Für dieses Jahr muss entsprechend mit bescheideneren Renditen und einer höheren Volatilität gerechnet werden. Unser Fokus liegt auf defensiveren Aktien mit tiefem Beta sowie einer attraktiven Bewertung. Zu den Favoriten für 2018 zählen wir den Nahrungsmittelproduzenten Orior, den Medienkonzern Tamedia sowie die Industriewerte Vetropack und Feintool.

NOTENSTEIN LA ROCHE

«An der Börse stehen die Ampeln noch auf Grün»

MITTWOCHSINTERVIEW Otto Waser, Partner des Research-Unternehmens R & A Group, sieht Gefahren 2019 heraufziehen. Konjunktur und Unternehmensgewinne treiben Aktien weiter voran.

Herr Waser, das Börsenjahr 2018 begann stark. Dauert der Aufschwung an?

Ich sehe die Börsen generell in einem positiven Trend. Unsere Analysen zeigen, dass die Faktoren, die in der Vergangenheit Baissen ausgelöst haben, zurzeit noch keine ernstzunehmenden Warnsignale aussenden.

Was sind diese Signale?

Ein wichtiges ist eine inverse Zinsstruktur, sprich, die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihen ist niedriger als der – kurzfristige – Notenbankzins.

Im Durchschnitt rentieren Aktien inklusive der Dividende rund 7% jährlich. Wie viel könnte es 2018 sein?

Mit einer Dividendenrendite in Europa von 3,5% als starke Basis erwarte ich eine Gesamtrendite leicht über dem Durchschnitt. Viel hängt von den Wechselkursen ab. Mit einem weiter erstarrenden Euro werden Europas Börsen ihr volles Potenzial nicht ganz entfalten. Der Schweizer Markt würde aber von einem Euro-Franken-Kurs über 1.20 profitieren.

Was hält das Wachstum von Wirtschaft und Unternehmensgewinnen in Schwung?

Die Wirtschaft und die Unternehmensgewinne wachsen glücklicherweise meistens, wenn sie nicht von der Geldpolitik oder Schocks – zum Beispiel durch den Ölpreis – gebremst werden. Zentral für das Gewinnwachstum sind ausser der Konjunktur die Margen. Der Lohnruck ist noch verhalten und die Arbeitsproduktivität hat, besonders in den USA, 2017 aufgrund der besseren Industriekonjunktur angezogen, was ich als globalen Trend für dieses Jahr sehe. Steigende Margen tragen zu einem guten Zuwachs der Unternehmensgewinne bei.

Welchen Einfluss hat die Geldpolitik? Zwingt ein weniger expansiver Kurs der Notenbanken, wie er sich jetzt abzeichnet, die Anlagemärkte nicht in die Knie?

Die Notenbanken geben tatsächlich etwas vom Gas weg, beim Fed sind es Zinserhöhungen, bei der EZB vorerst weniger der Kauf von Anleihen. Selbst in den USA ist der reale Notenbankzins aber weiterhin negativ, womit noch kein eigentliches Bremsmanöver stattfindet. Zudem wird oft ausser Acht gelassen, dass die Geldpolitik mit erheblicher Verzögerung wirkt. Unsere Untersuchungen für die USA zeigen, dass die Risiken für Wirtschaft und Börse meist erst einige Quartale nach dem Ende einer Zinserhöhungsphase markant steigen.

Könnte Inflation das Bild trüben, wenn nicht unmittelbar, dann später im Jahr?

Das grösste Problem wäre ein Ende des Wirtschaftszyklus mit anschliessender Rezession in den USA. Das könnte rascher eintreten, falls sich die Inflation beschleunigt. Dieses Szenario ist zwar möglich, aufgrund des bisher verhaltenen Lohn- und Preisdrucks aber nicht sehr wahrscheinlich. In der Eurozone ist es kein Thema, solange die Kerninflation nur etwa 1% beträgt. Der Aufschwung geht zwar bald ins zehnte Jahr, womit sein Ende absehbar ist. Ich sehe das aber primär als Thema für 2019. Eine inverse Zinskurve schon in diesem Jahr wäre aber wie erwähnt ein starkes Warnsignal. Auch wenn es noch zu früh ist, sollten Anleger daher die Ausgangstür zumindest im Blickfeld haben.

Wie teuer sind Aktien in aktuellem Umfeld?

Wir beobachten seit Jahrzehnten, dass die Bewertungen im Laufe des Aufschwungs steigen und in Rezessionen sinken. Dass sie in den letzten Jahren gestiegen und nun zweifelsohne hoch sind, ist nicht aussergewöhnlich. Hohe Bewertungen sind so lange kein ernsthaftes Problem, als keine Rezession droht. Die Weltwirtschaft ist heute zudem nachweislich stabiler als vor einigen Jahrzehnten, womit sehr langfristige Mittelwerte von Bewertungen, etwa des Shiller-P/E, keine sinnvolle



BILD: DOMINIC BUTNER

Otto Waser: «Mittelfristig gehören Sika ins Depot. An Also und Komax halten wir fest.»

Orientierung sind. Aber es gibt Unterschiede: Die Bewertungen in Europa und in den USA sind im Durchschnitt nicht besorgniserregend. Viele kleinere und mittelgrosse Schweizer Unternehmen sind jedoch derart hoch bewertet, dass dies selbst unter Berücksichtigung der guten Weltkonjunktur kaum noch nachvollziehbar ist.

Die meisten Strategen sehen Europa vor den USA, und Schwellenländer werden als Nachzügler zur Beimischung empfohlen.

Ich denke, dass auch 2018 kein Weg an der US-Börse vorbeiführt. Die Gewinne wachsen, auch ohne Steuersenkung, die noch nicht in den Analystenschätzungen berücksichtigt ist, in den USA so stark wie in

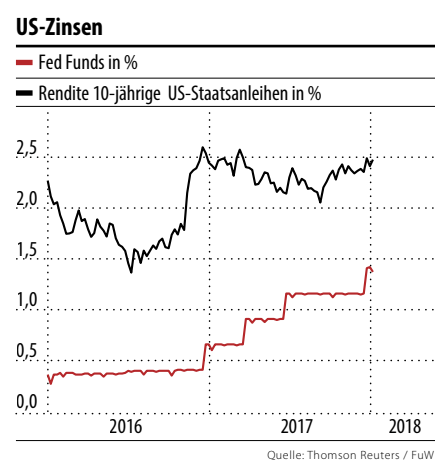
«Flacht sich die Zinskurve in den USA weiter ab, müsste das zyklische Übergewicht allmählich hinterfragt werden.»

Europa. Europa ist auch nur auf den ersten Blick günstiger, denn hier ist der Anteil niedrig bewerteter Finanztitel hoch, während in den USA weit mehr höher bewertete Technologieunternehmen ansässig sind. Für Schwellenländer hat es, da die Wachstumsvoraussetzungen wieder besser und die Rohstoffpreise stabil sind, auch wieder Platz im Portefeuille.

Wie strukturieren Sie nach Sektoren?

Solange die Konjunktur trägt, dürften Zykliker weiterhin besser abschneiden als die gewinnstabilen Werte der Gesundheits- und Nahrungsmittelbranche, die oft auch nicht günstig bewertet sind. Flacht sich die US-Zinskurve weiter ab, müsste das zyklische Übergewicht allmählich hinterfragt werden.

Welche Chancen haben unter diesem Gesichtspunkt Schweizer Aktien?



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Weder Novartis und Roche noch die grossen Versicherungen Swiss Re und Zurich dürften wegen ihres verhaltenen Wachstumsprofils zu Zugpferden avancieren. Das gereicht dem Schweizer Standardwertindex SMI international etwas zum Nachteil.

Verdienen Bankaktien wieder Vertrauen?

Was von der Finanzkrise indirekt übrig geblieben ist, sind extrem niedrige Zinsen, was das klassische Zinsgeschäft, etwa für Kantonalbanken, schwierig macht. Vermögensverwalter wie Julius Baer und UBS profitieren indessen vom recht guten Finanzmarktumfeld, auch wenn die Kunden weniger aktiv sind als früher. Interessant sind auch die US-Werte J.P. Morgan BlackRock als weltgrösster Vermögensverwalter.

Welche Small und Mid Caps sind attraktiv?

Nach einem guten ersten Halbjahr 2017 haben sich viele Kurstrends spürbar abgeflacht, und Kombinationen aus positiven Gewinnrends und einer vernünftigen Bewertung sind rar geworden. Mittelfristig gehören Sika ins Depot. An Also halten wir fest, ebenso an Komax. Phoenix Mecano hat noch Margenpotenzial und eine relativ anspruchslose Bewertung. Helvetia weisen einen Bewertungsrückstand bei interessanter Dividendenrendite auf.

Wo schauen Sie sich im Ausland um, von den genannten Finanztiteln abgesehen?

Technologie, wo uns zum Beispiel SAP und Dassault Systèmes gefallen, ist in der Schweiz untervertreten, profitiert aber weiter von reger Investitionsbereitschaft. Im Trend liegen E-Commerce, so Priceline, und damit der Internet-Zahlungsverkehr, mit Paypal und Wirecard. Ins gleiche Kapitel gehört Logistik – FedEx, Deutsche Post, um nur einige Beispiele zu nennen. Interessant sind auch soziale Medien – Facebook – und E-Werbung mit Alphabet. Dann gibt es ausländische Unternehmen, die wir taktisch vorziehen, so GN Store Nord gegenüber Sonova.

Was ist punkto Währungen zu beachten?

Weil der Dollar tendenziell tiefer notieren dürfte, bietet sich bei Dollaranlagen zumindest teilweise eine Währungssicherung an.

Was steht bei Ihnen auf der Verkaufs- oder Verbotliste?

Wir meiden Unternehmen mit schwachen Finanzkennzahlen, was ein Indiz für eine unterdurchschnittliche Qualität ist. Bei KGV über 30 bis 35 setzen wir in aller Regel eine Limite.

Was bieten alternative Anlagen, Immobilien, Privatkredite, Hochzinsanleihen?

Der Zyklus hochverzinslicher Obligationen folgt etwa dem der Aktienmärkte. Anders als bei Standardaktien ist die Liquidität aber weniger gut, was eine gewisse Vorsicht nahelegt. Im späten Stand im Wirtschafts- und Finanzmarktzyklus fährt man mit Aktien besser.

Früher gehörte zu jedem Anlageinterview: Was halten Sie von Gold? Jetzt heisst es: Wie attraktiv sind Kryptowährungen?

Wer Bitcoin kauft, entschädigt damit die sogenannten Miner – schon dieser Ausdruck bringt Kryptowährungen dem Gold näher als oft vermutet – für Strom und Rechenkapazität. Ein solches «Produkt» ist wohl für die wenigsten Menschen von speziellem Nutzen. Anders verhält es sich mit der Block-Chain-Technologie. Sie kann für manches Problem ein Lösungsansatz sein.

Trotzdem noch die Goldfrage: Glänzt Edelmetall 2018 oder ermattet es?

Bei steigenden Zinsen in den USA ohne viel Inflation fehlen wichtige Treiber fürs Gold. Ebenso bewegt sich der Unzenpreis deutlich über den Förderkosten. Aus Risikoüberlegungen kann man Gold halten, aus Ertragsicht drängt es sich nicht auf.

INTERVIEW: HANSPETER FREY