

Markttechnik

### Ein frischer Blick auf Minenaktien

Innert Jahresfrist ist die aus neununddreissig Aktien bestehende Industrie-gruppe «Metals & Mining» 42% gestiegen. In der gleichen Zeit hat der MSCI Welt 15,5% zugelegt. Spitzenreiter waren Anglo American (+141%) und Glencore (+121%), gefolgt vom Mittelfeld um plus 60 bis 70%, besetzt mit Namen wie Rio Tinto und BHP Billiton.

Zu den Verlierern im Vergleich dazu gehörten Goldminenaktien. Ihr relativ schlechtes Abschneiden ist kaum verwunderlich: Seit März 2016 hat sich der Goldpreis kaum verändert.

### Regeln einhalten!

Derzeit stellt sich die Frage, ob die Gewinne in den führenden Minenaktien realisiert werden sollen. Selbst bei den allerbesten Titeln eines Portfolios müssen die allgemeinen Regeln bezüglich minimaler und maximaler Gewichtung einzelner Positionen eingehalten werden. Folglich wird es von Zeit zu Zeit notwendig sein, Positionen in besonders starken Aktien abzubauen (Rebalancing). Davon abgesehen gelten allgemeine Grundsätze für die Bestimmung, ob man antizyklisch oder trendfolgend unterwegs sein will.

Es gibt Situationen, in denen es sich lohnt, antizyklisch zu agieren, wie im Januar 2016, als die Minenaktien samt den von ihren Emittenten ausstehenden Obligationen mit hohem Momentum fallende Kurse aufwiesen, die von smarten Analysten «begründet» wurden – als ob das Ergebnis, das durch die Handlungen einer grossen Zahl von Menschen und mittlerweile auch von Computern herbeigeführt

wird, etwas anderes wäre als reiner Zufall – allerdings ein Zufall, der sich in die Erinnerung der Akteure einschleicht und damit zu einer von mehreren Referenzgrössen wird.

### Gegenwart bestimmen

Im Falle der Minenaktien geht es in meiner Welt wie bei der Beurteilung aller Güter, die in kommunikationsintensiven öffentlichen Märkten gehandelt werden darum, die Gegenwart auf den Punkt zu bringen. Wichtig ist der historische Prozess, aus der sie sich ergeben hat. Das ist der Schlüssel für eine Mustervorhersage, ob es ähnlich wie bisher weitergehen dürfte, oder ganz anders, doch keine Grundlage für eine Prognose, womit ich die Vorhersage eines bestimmten Preises zu einem bestimmten Zeitpunkt verstehe.

Diese Gegenwart besteht aus einem die Industriegruppe allgemein erfassenden Aufwärtstrend, der seinen Anfang wie oben erwähnt im Januar 2016 nahm. Dabei gilt: Ein Trend ist gültig, bis er bricht. Trends brechen auf zwei Arten, entweder in einer zeitraubenden trendlosen Volatilität (Typ 1), oder in einer massiven Beschleunigung eines schon länger bestehenden Trends (Typ 2) – allenfalls in einer Kombination von Typ 1 und 2.

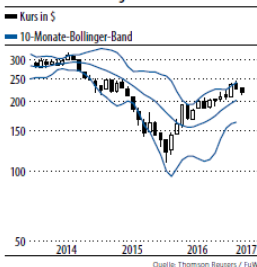
In den vergangenen drei Wochen gab es zum Teil heftige Rückschläge in Minenaktien, wie sie in jedem Trend vorkommen. Erscheinungen nach Typ 1 oder 2 fehlen. Folglich kann es keine Kombination beider geben, und somit auch keine Trendwende.

Es gilt wie immer daran zu denken, dass Rückschläge in einem Aufwärtstrend vorübergehender Natur sind, wenn nicht vorher Trendwendsignale aufgetreten sind. Wer diese Regel ignoriert, verabschiedet sich meistens aus den besten Sektoren und Aktien zu früh. Auf dieser Grundlage basiert meine Meinung, dass die Gruppe unvermindert mit einer Gewichtung in den Portfolios vertreten sein sollte, die am oberen Rand der für die Industrie-gruppe zulässigen Berücksichtigung angesiedelt sein sollte.

ALFONS CORTES, www.unifinanz.ch

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

### MSCI Metals & Mining



### Meinungen zur Börsenlage

#### Trotz Störfeuer fest

Bei aller berechtigten Sorge um politische Störfeuer in Europa und den USA sind der nachhaltige Konjunkturaufschwung und die Bedeutung der anlaufenden Zinsnormalisierung nicht zu unterschätzen. Damit rücken langsam solide Grossbanken wie BBVA, BNP Paribas und Santander ins Visier. Auch die grossen Versicherer haben noch Potenzial. Längerfristig wird auch Energie (Royal Dutch, Enel, Engie) wieder interessant. Immer spannender sind die kleinkapitalisierten Werte. Wer sich vom schlechten Image Italiens nicht ablenken liess, konnte mit Nischenplayern gut verdienen, angefangen beim Bremspezialisten Brembo. Rückschläge sind aktuell Kaufchancen. Bei den Festverzinslichen könnten sich portugiesischen Staatsanleihen lohnen.

VT WEALTH MANAGEMENT

#### Kupfer ist Gold

Wenn man den Verbrauch mit den verfügbaren Ressourcen vergleicht, ist Kupfer das knappste Metall. Die solide Wirtschaft unterstützt den Markt, und längerfristig dürften v. a. Elektroautos die Nachfrage signifikant steigern. Es wird schwieriger und teurer, grosse, hochgradige Kupferlagerstätten zu finden, und die grossen Produzenten haben ihre Investitionen in den letzten vier Jahren fast halbiert. Wir würden in Titel wie Freeport McMoran, Glencore und Ivanhoe investieren. DIEM CLIENT PARTNER

#### Finanzen ja

Zusammen mit steigenden langfristigen Bondrenditen begannen Finanzwerte Mitte 2016, globale Aktien zu übertreffen. In den letzten Wochen konsolidierten sie. Es sind die Segmente mit der höchsten Sensitivität zu Anleihenrenditen. Aufgrund des konstruktiven Makroumfelds erhöhten wir das Bankrating auf «Übergewichten». Positive Treiber sind das Kreditumfeld (derzeit noch besser in den USA als in Europa) sowie wieder positives Gewinnwachstum 2017 (wobei die europäischen Finanzwerte das stärkste Delta haben) bei weiterhin attraktiver Bewertung. Sowohl die Gewinnrevisionen als auch der Gewinnoptimismus (die Breite der Revisionen) haben sich wesentlich verbessert. Die politische Unsicherheit schürt Gegenwind, doch sollte sich dies in den kommenden Wochen bessern. BANK JULIUS BAR

#### Sorglos

Die Anleger sind sorglos. Ursache ist die lang anhaltende ultraexpansive Geldpolitik der Notenbanken. Liquiditätshilfen in Billionenhöhe und Nullzinspolitik drängen sie in immer riskantere Investitionen. Auch nach einer Zinserhöhung auf 1% bleibt der Realzins immer noch bei null, weshalb für dieses Jahr noch mindestens zwei weitere Zinserhöhungen wahrscheinlich werden. Anleger verdrängen mangels Alternativen Kriterien, die bei einer normalen Zinsstruktur automatisch zur Anwendung kämen. FAIRESEARCH

# «Das Risiko ist, die letzte Haussephase zu verpassen»

MITTWOCHSINTERVIEW Emmanuel Ferry, CIO der Genfer Banque Paribas Bertrand Sturdza, empfiehlt europäische Aktien, um von der letzten Aufwärtsbewegung der Börsen zu profitieren.

Herr Ferry, der Bullenmarkt hat soeben seinen achten Geburtstag gefeiert. Wird es auch einen neunten geben?

Die Hausse ist inzwischen extrem. Sie ist die zweitlängste der Börsengeschichte, übertroffen einzig vom Aufschwung von 1982 bis 2000. Der Bullenmarkt ist also bereits ziemlich alt. Haupttreiber waren die quantitative Lockerung und die expansive Geldpolitik der grossen Notenbanken.

Hat sich bereits eine Blase gebildet?

Die heutigen Bewertungen sind tatsächlich ziemlich hoch – aber über alle Anlageklassen hinweg. Ob Aktien, Staats- oder Unternehmensanleihen: Alles ist teuer. Wenn wir heute von einer Blase sprechen, dann handelt es sich um eine allumfassende Blase.

Kann die Hausse trotzdem weitergehen? Und was wären mögliche Treiber?

Lange basierte der Bullenmarkt auf einer unüblich hohen Risikoaversion. Diese Phase war getrieben von den Zentralbanken und ihrer Liquidität, nicht aber durch die Fundamentaldaten. Vor etwas über einem Jahr setzte jedoch eine Verschiebung ein: Anleger wandten sich von sicheren Häfen ab und begannen, wachstumsorientierte Anlagen zu kaufen. Die Fundamentaldaten haben also das Zepter von den Notenbanken übernommen. Deshalb kann die Hausse weitergehen, wenn auch mit anderen Treibern.

Der Bullenmarkt wird also «normaler»?

Genau. Dank der Normalisierung bei der Inflation, den Zinsen und in der Notenbankpolitik befinden wir uns im Übergang in eine Reflationsphase. Damit sind auch die Chancen nicht, dass die Hausse sich fortsetzen kann.

Was bedeutet das konkret für Anleger?

Die Vermögensaufteilung ist derzeit weniger wichtig als etwa der Fokus auf die relative Bewertung innerhalb der einzelnen Anlageklassen. Das heisst, dass die Investoren vergleichsweise günstigen Märkten wie Europa oder Japan gegenüber den USA den Vorzug geben sollten. Bei Obligationen bedeutet das, hochverzinsliche Anleihen in Europa gegenüber solchen aus den USA zu präferieren oder auf eine Verringerung der Zinsdifferenz zwischen den USA und Deutschland zu setzen.

Könnte es nicht auch zu einer heftigeren Korrektur kommen?

Ja – wegen der hohen Bewertungen. Damit hat die Gefahr einer grösseren Korrektur in den nächsten zwei Jahren eindeutig zugenommen.

Wie definieren Sie eine solche Korrektur?

Eine einschneidende Korrektur ist für uns ein Kursrückgang von mindestens 30%. Basierend auf statistischen Auswertungen schätzen wir die Wahrscheinlichkeit eines solchen Einbruchs auf rund 30%.

Was wäre ein möglicher Auslöser?

Aus Erfahrung wissen wir, dass der Auslöser praktisch immer die Zinsen sind. Überschreiten sie eine bestimmte Schwelle, kommt es zu Turbulenzen. Die Kombination hoher Bewertungen bei Aktien und bei Unternehmensanleihen sowie einer global hohen Verschuldung – der Schuldenstand ist heute höher als 2007 – bei steigenden Zinsen wird eine Rezession auslösen. Die Märkte nehmen eine solche Entwicklung mit einem Vorlauf von sechs bis zwölf Monaten vorweg. Und in Rezessionen kommt es üblicherweise zu Börseneinbrüchen von 20 bis 40%.

Ab welchem Zinsniveau wird es gefährlich?

Zinsänderungen wirken erst mit einer gewissen Verzögerung auf die Konjunktur – und heute sind die Zinsen nach wie vor sehr niedrig. Wir wissen, dass auf lange Sicht der kritische Schwellenwert bei den zehnjährigen Zinsen bei rund 5% liegt.



«Wenn wir heute von einer Blase sprechen, dann von einer allumfassenden.»

Was heisst das?

Bleiben die langfristigen Zinsen in den USA unter 5%, drohte der Konjunktur keine Gefahr, und die Börsen konnten steigende Zinsen wegstecken.

Könnte die Schwelle im heutigen Niedrigzinsumfeld nicht deutlich darunter liegen?

Die 5% sind ein langfristiger Durchschnittswert. Heute erachten wir 3,5% als kritische Marke. Aktuell notieren die Zinsen auf zehnjährigen Staatsanleihen rund 1% darunter. Die Märkte können also mit vier weiteren Schritten des Fed leben, bevor wir uns Sorgen machen müssen. Erst dann wirken die Zinsen wachstumshemmend und könnten zu Stress bei den Unternehmen oder im Finanzsystem führen – oder gar bei einzelnen Staaten.

«Die Märkte können mit vier weiteren Zinsschritten des Fed leben, bevor wir uns Sorgen machen müssen.»

Vorherhand ist demnach alles in Butter?

Das Ende der Deflation, die weltweit verbesserten Wachstumsaussichten und steigende Zinsen, aber auch die Unternehmensgewinne und das positive Börsenmomentum: Alle Ampeln stehen auf Grün. Die grosse Angst der Anleger ist es nun, diese Phase der Hausse zu verpassen.

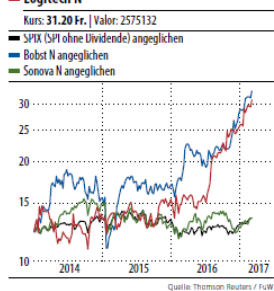
Ist das nicht ein Warnsignal?

Natürlich kann man das negativ deuten und gelähmt sein angesichts der hohen Bewertung, der politischen Unsicherheit und möglicher Finanzrisiken. Aber das Hauptrisiko momentan ist, an der letzten Aufwärtsbewegung nicht teilzuhaben.

Dafür empfehlen Sie trotz der politischen Unsicherheiten europäische Aktien?

Es stimmt, aktuell ist die Politik ein Gegenwind für Anleger. Das ist ein neueres Phänomen, war die Politik in den Jahren nach 1989 doch ein unterstützender Faktor.

### Logitech N



Heute müssen wir umdenken. Die politische Unsicherheit spiegelt sich jedoch in der hohen Aktienrisikoprämie. Das Risiko ist unseres Erachtens eingepreist.

Europa ist günstig wegen der Politik?

Exakt. Am Ende läuft alles auf Chancen und Risiken hinaus. Das Risiko ist bekannt – der Markt gibt der Wahl Marine Le Pens eine Chance von 30%. Das ist eine hohe Wahrscheinlichkeit. Wir können beobachten, dass vor allem asiatische und US-Investoren sich zum Beispiel mit Put-Optionen gegen ein solches Szenario absichern wollen. Für uns ist das eine Kaufgelegenheit, die sich nur einmal im Leben bietet.

Können Sie das genauer beziffern?

Gemessen etwa am Kurs-Buchwert-Verhältnis oder am zyklisch adjustierten Kurs-Gewinn-Verhältnis handeln europäische Aktien mit einem Abschlag von 50% gegenüber amerikanischen Werten. Wir befinden uns also an einem extremen Punkt der relativen Unterbewertung.

Wie schätzen Sie den Schweizer Markt ein?

Im Schweizer Markt findet man überdurchschnittlich viele Qualitätsunternehmen. Wegen ihrer Eigenschaft als sicherer Hafen sind die Bewertungen tendenziell hoch. Wenn Sie aber etwas tiefer schürfen, finden Sie auch hier Opportunitäten.

Wo genau?

In dem mittelgrossen Unternehmen. Dort ist die Bewertung zwar auch nicht zwingend günstig, aber die Eigenkapitalrenditen sind hoch. Wenn Sie also die grossen Namen meiden, können Sie mit hiesigen Titeln wie Bobot, Logitech oder Sonova den Wachstumszyklus spielen.

Wird mit der Zinsnormalisierung auch der Druck auf den Franken abnehmen?

Absolut. Wenn wir davon ausgehen, dass sich Zinsen und Inflation normalisieren werden, dürfte der Aufwertungsdruck auf den Franken schwinden. Beim Dollar-Franken-Kurs hat sich die Lage bereits weitgehend eingependelt. Mittlerweile ist der Dollar zu einer Hochzinswährung innerhalb der G-10 geworden.

Und beim Euro?

Beim Euro sieht es noch etwas anders aus. Wenn Sie aber über die politische Unsicherheit, die noch bis Ende Jahr anhalten könnte, hinausdenken, dürfte der Druck in der zweiten Jahreshälfte abnehmen und dürfte sich die Zinsen normalisieren.

Empfehlen Sie auch Schwellenländer?

Wer günstige Schwellenländermärkte sucht, muss auf Länder setzen, in denen Rohstoffwerte oder Finanztitel einen grossen Anteil haben. Denn auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften ist Qualität teuer geworden.

Das spricht für Russland und Südamerika.

Genau. Ab jetzt gilt es, auf Rohstoffproduzenten und nicht mehr auf die Konsumgüter zu setzen.

Die Rohstoffally hält also an?

Ja. Zwar haben sich Rohstoffinvestitionen langfristig kaum bezahlt gemacht. Es kann sich aber lohnen, opportunistisch in die Anlageklasse zu investieren, wenn sie sich in einem zyklischen Aufschwung befindet. Gegenwärtig befinden wir uns am Anfang einer solchen Phase.

Wie passt Gold ins Bild?

Wenn der Dollar oder die Realzinsen – also die Zinsen abzüglich der Inflation – steigen, gerät Gold typischerweise unter Druck. Deshalb ist das aktuelle Umfeld nicht besonders gut. Auch als Inflationsschutz taugt das Metall nur bedingt. Dann nämlich, wenn die Teuerung sehr hoch ist, sprich im Bereich von 5 bis 10%. Für Gold ist es deshalb noch zu früh. Dennoch gehört es in ein diversifiziertes Portfolio.

INTERVIEW: SANDRO ROSA