

Markttechnik

### Europäische Bankaktien ausgereizt

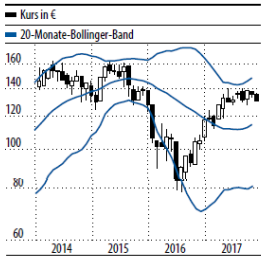
In den letzten zwölf Monaten stieg der Euro-Stoxx-Bankenindex 26,6%. Damit war er nach Industrial Transportation (+31,2%) und Technologie (+30,9%) der drittstärkste Sektorindex des Euro-Raums und eine deutlich erfolgreichere Anlage als der Euro Stoxx 50 (+16,75%). Selbst den stärksten europäischen Index, den Dax, der 21,15% zulegte, hat er bei weitem distanziert. S&P 500 mit einem Plus von 17,15% und SMI mit +17,5% hinken weit hinterher.

Ironischerweise ist weitherum zu vernehmen, man habe diese glänzende Gelegenheit vorbeiziehen lassen, weil man zu wenig Vertrauen in die Banken des Euro-Raums habe. Nun aber könne man getrost in Bankaktien einsteigen, da sich die Konjunktur deutlich aufgehellt habe und, sollten die Zinsen anziehen, die Margen der Banken steigen würden. Doch da scheiden sich die Wege der Beobachter von Welt und Konjunktur einerseits und der Finanzmärkte andererseits.

### Die Ironie der Börse

Die relative Stärke des Euro-Stoxx-Bankenindex nimmt im Verhältnis zum Euro Stoxx 50 seit August wieder ab. Die meisten unter den stärksten Konstituenten der letzten zwölf Monate verlieren an relativer Stärke: UniCredit (+68,4%), CaixaBank (+44,8%), Banco de Sabadell (+42,8%), Banco BPM (+42,5%), Intesa Sanpaolo (+37,2%), Crédit Agricole (+32%), Banco Santander (+30,2%), Banco Bilbao Vizcaya (+25,6%) bevölkern die Spitzenliga der stärksten Aktien Europas auf zwölfmonatsbasis. Zusammen mit den Schwer-

#### Euro Stoxx Banken



### Meinungen zur Börsenlage

#### Value-Aktien

Die Weltwirtschaft läuft rund. Besonders in Deutschland brummt der Motor. Das positive Bild zeigt sich in den Quartalsergebnissen und dem zuversichtlichen Ausblick vieler Unternehmen. Jedoch laufen die Börsen seit längerem gut, und die Bewertungen sind gestiegen. Deshalb kommt der Titelselektion eine grosse Bedeutung zu. Im Umfeld eines anziehenden Wirtschaftswachstums spielen sogenannte Value-Strategien eine zentrale Rolle – also die Suche nach günstig bewerteten Aktien. Dazu gehören HeidelbergCement, Volkswagen oder die Deutsche Lufthansa. Sie verfügen zudem über ein gutes Momentum. **ACREVIS BANK**

#### Gold

In den letzten Wochen haben einige grosse Investmentbanken ihren Outlook für das nächste Jahr aktualisiert. Der Consensus geht mittlerweile von einem globalen Wachstum von rund 3,5% aus. In einem solchen Umfeld dürfte der Realzins tendenziell steigen und Gold eher schlecht abschneiden. In jedem anderen Szenario sollte Gold aber eher gut laufen. Normalerweise sind Januar und Februar aufgrund des chinesischen Neujahrs gute Monate für Gold und Goldaktien. Goldaktien haben sich in diesem Jahr schlechter entwickelt als physisches Gold, sind wieder eher günstig und damit als Absicherung für Enttäuschungen besonders prädestiniert. **CLIENT PARTNER**

gewichten BNP Paribas (+18%) und Société Générale (+10,8%) stellen sie nunmehr das Lager der relativen Verlierer zum Euro Stoxx 50 und damit zu vielen anderen breit aufgestellten Indizes dar. Gewinner unter den Bankaktien sind jetzt eher niedriger kapitalisierte Namen wie Commerzbank, die trotz eines Anstiegs von 77,7% in den letzten zwölf Monate weiterhin positive Stärke aufweisen, und Deutsche Bank, deren Kursgewinn von 22% für die Vergleichsperiode vis-à-vis dem Bankenindex eher bescheiden war.

### Zwei Münzen

Das Beschriebene belegt einmal mehr, dass Wirtschaft und Börse nicht zwei Seiten derselben Münze sind, sondern als zwei Münzen zu verstehen sind, die durchaus aneinander reiben, nicht aber ineinander aufgehen. Wer in Aktien investieren will, sollte nicht primär die Konjunktur analysieren, sondern in einem ersten Schritt die Aktienmärkte: beginnen mit dem MSCI Welt, gefolgt von seinen Sektoren, dann zu den Ländern übergehen und danach die Sektoren nach Regionen und Ländern durchleuchten. Damit ist der Entscheidungsraster abgesteckt. Von da aus kann zur Wahl der einzelnen Aktien geschritten werden.

Die Analyse der Konjunkturdaten ist eine Ergänzung, jedoch nicht ein zentrales Element der Gesamtanalyse, weil Börsen die Konjunktur vorwegnehmen. Das tun sie nicht immer richtig, und sie tun es trotzdem immer wieder. Nur wenn sich eine konjunkturelle Entwicklung nicht einstellt, brechen frisch begonnene Trends ab.

Die Reserviertheit, mit der ein breites Anlegerpublikum sich den Banken gegenüber in den vergangenen zwölf Monate verhalten hat, bestätigt einmal mehr die Bedeutung, die die Kurs-historie für viele Anleger hat. Eines der Hauptziele der technischen Analyse ist es, zu verstehen, wann eine ausreichend starke Population am Markt den Bruch mit der Historie erkannt hat, was Voraussetzung für die relative Stärke des Sektors war.

**ALFONSO CORTES** www.unifinanz.li  
Die Meinung des Autors muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.

### US-Steuersenkung

Die globalen Wirtschaftsdaten zeigen ein robustes Bild. In den USA brauchen die Republikaner für das nächste Jahr anstehenden Kongresswahlen einen Erfolg, die Chancen für die geplanten Steuersenkungen stehen deshalb gut. Goldman Sachs rechnet vor, dass eine Senkung der Steuerrate von 35 auf 20% die Unternehmensgewinne im S&P 500 um 8% steigert. Die bessere US-Wirtschaft und ein schwächerer Euro werden Europa gut tun. Am Bondmarkt ziehen wir Unternehmens- und hochverzinsliche Anleihen den Staatsanleihen vor. Am Aktienmarkt sprechen wir uns für eine Übergewichtung europäischer und japanischer Aktien aus. Unsere Titelfavoriten sind Zalando, Kompass und Nidec Corporation. **VT WEALTH MANAGEMENT**

### Risikoanlagen

In unserem Hauptszenario gehen wir davon aus, dass die Weltwirtschaft weiter stabil wächst und die Inflation nur wenig steigt. Geringer Inflationsdruck und flexible Märkte lassen vermuten, dass sich die Geldpolitik lediglich zu einem leichten Gegenwind und nicht zu einem zerstörerischen Orkan wird. Europa entwickelt sich punkto Wachstum zur Nummer eins. Risikobehaftete Asset-Klassen laufen in diesem Szenario gut. Weil mit einer Spread-Ausweitung zu rechnen ist, dürfte es Unternehmensanleihen noch schlechter gehen als Staatsanleihen. **BMO**

# «Japan ist unser Favorit für das kommende Jahr»

**MITTWOCHSINTERVIEW** Norman Villamin, CIO Private Banking bei Union Bancaire Privée, sieht keine Technologieblase. Bei Anleihen kompensiert die Rendite die Risiken nicht mehr.



«Viele Schwellenländer stehen am Anfang der Erholung und sind deshalb attraktiv.»

Herr Villamin, die Wintermonate sind oft die besten an den Börsen. Sollen Anleger auf eine Jahresdramma spekulieren? Historisch gehören die Wintermonate oft zu den besten des Jahres. Aber wir lassen uns nicht von Saisonmustern leiten. Wir schauen, was der Markt bietet, und wenn das Risiko-Rendite-Profil überzeugt, kaufen wir. Sonst lassen wir die Finger davon.

### Wo stimmt das Verhältnis von Risiko und Rendite nicht mehr?

Bei hochverzinslichen Anleihen. Die Kreditaufschläge sind mittlerweile so eng, wie sie historisch nur in 25% aller beobachteten Fälle waren. Wer in der Vergangenheit zu ähnlichen Preisen gekauft hatte, verlor in den darauffolgenden zwölf Monaten im Schnitt rund 8 bis 10%.

### Im Segment der Anlagequalität sieht es wohl nicht besser aus?

Noch Anfang Jahr lagen die Chancen, dass Bonds mit Anlagequalität eine bessere Rendite abwerfen als Staatsanleihen, bei 70 bis 80%. Damals waren die Kreditaufschläge relativ weit und die Konjunktursignale erfreulich. Bei den aktuellen Spreads hat sich die Wahrscheinlichkeit auf 50% verringert.

### Gibt es dennoch attraktive Bondsegmente?

Ja, Anleihen aus Schwellenländern, aber nur im Vergleich zu teuren Junk Bonds und Anleihen mit Anlagequalität.

### Sind Anleger in Bezug auf Schwellenländerbonds nicht bereits sehr euphorisch?

Das Segment ist in der Tat populär. Aber im Vergleich zu hochverzinslichen Anleihen ist das Verhältnis von Risiko und Rendite deutlich vorteilhafter. Auch befinden sich die Volkswirtschaften dieser Länder noch in der Anfangsphase der Erholung.

### Die Bilanzverkürzung der US-Notenbank Fed beunruhigt Sie nicht?

Für die Bilanzreduktion des Fed gibt es keinen Präzedenzfall. Wir können zwar theoretische Überlegungen anstellen, wie das Experiment ausgehen könnte. Wie wir aber zu Beginn der quantitativen Lockerung gesehen haben, können Theorie und Praxis mitunter stark auseinanderklaffen.

### Und was erwarten Sie?

Das Fed wird bei der Bilanzverkürzung vorsichtiger vorgehen als im Frühjahr 2013, als der damalige Notenbankchef Ben Bernanke die Drosselung der Anleihenkäufe ankündigte und damit die Finanzmärkte auf dem falschen Fuss erwachte. So schnellen die langfristigen Zinsen in den USA in kurzer Zeit von 1,6 auf 3% und lösten einen markanten Abschwung der US-Wirtschaft aus.

### Wie sieht es an den Aktienmärkten aus?

Im Sommer haben wir aus fundamentalen Überlegungen japanische Valoren und Schwellenländeraktien aufgestockt.

### Seither ist der Nikkei fast 20% gestiegen.

Als wir Mitte Jahr japanische Aktien kauften, handelten sie zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15 – bei einem Gewinnwachstum von 20%! Auch jetzt sind die Bewertungen noch günstig. Trotz Sorgen um Nordkorea, und obwohl der Yen eher stark war, vermochten Japans Firmen den Gewinn massiv zu steigern. Das Land wird dieses Jahr 1,7 bis 1,8% wachsen – im nächsten Jahr wohl auch. Trotzdem rechnet der Markt mit einem Gewinnzuwachs von nur 6%. Und wenn das Fed die Zügel strafft, dürfte sich der Yen sogar noch abschwächen. Hinzu kommen die 2012 eingeleiteten Wirtschaftsreformen, die nun Früchte tragen. Die japanische Börse ist unser Favorit für das kommende Jahr.

### Wie schätzen Sie europäische Aktien ein?

Europa ist etwas schwieriger. Die Wirtschaft dürfte sich 2018 erfreulich entwickeln – die Gewinne auch. Der Markt geht von einem Gewinnzuwachs von 9% aus, wir sind etwas optimistischer. Ein Problem ist aber die abnehmende Popularität

des französischen Präsidenten Emmanuel Macron. Zudem befindet sich die deutsche Kanzlerin Angela Merkel nach der enttäuschenden Wahl im September und den gescheiterten Sondierungsgesprächen in einer ungemütlichen Lage.

### Weshalb ist das wichtig?

Diese Konstellation erschwert nachhaltige Reformen in der Eurozone. Für die erste Jahreshälfte 2018 sind wir deshalb optimistisch, danach, mit den Wahlen in Italien gegen Ende des zweiten Quartals, dürfte der Gegenwind zunehmen. Wir haben deshalb im Oktober unser Engagement in Europa etwas zurückgefahren.

### «Der Versuch des saudischen Kronprinzen, seine Macht zu konsolidieren, hat das Konfliktpotenzial im Persischen Golf erhöht.»

### Und was halten Sie vom US-Markt, der ja eher teuer ist?

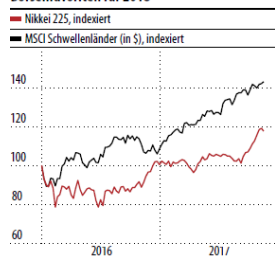
Die US-Börse ist teuer – aber das war sie das ganze Jahr über, und trotzdem ist sie gestiegen. Natürlich ist die Bewertung wichtig, aber primär auf lange Sicht. Die Bewertung sagt wenig über den Kursverlauf der nächsten zwölf Monate. Was zählt, ist die Gewinnentwicklung.

### Und die stimmt zuversichtlich?

Die Rezessionswahrscheinlichkeit für das nächste Jahr ist gering. Wir erwarten, dass die Gewinne – dank Wirtschaftswachstum, Inflation und Aktienrückkäufen – etwa 8 bis 10% steigen. Bei der Bewertung rechnen wir mit einem leichten Rückgang, wodurch die Gesamtrendite bei 6 bis 8% liegen sollte.

### Sehen Sie Übertreibungen im US-Markt? Nein. Gewisse Anleger verweisen gerne auf die Technologieblase zur Jahrtausend-

#### Börsenfavoriten für 2018



wende. Anders als damals, als die Kurse in die Höhe schossen, obwohl die Eigenkapitalrendite dieser Gesellschaften bereits am Fallen war, sind die IT-Konzerne heute hochrentabel. Die Bewertungen sind zwar hoch, aber konsistent mit der aktuellen Konjunkturphase.

### Sie haben kürzlich Schwellenländer aufgestockt. Weshalb?

Während sich die USA in der Spätphase des Konjunkturzyklus befinden, kommen viele Schwellenländer gerade erst aus der Rezession. Damit befinden sie sich am Anfang einer Erholung. Chinas Konjunktur dürfte sich zwar etwas verlangsamen, aber Brasilien und Russland profitieren von höheren Rohstoffpreisen.

### Demnach erachten Sie die Erholung bei den Rohstoffpreisen als nachhaltig?

Rohstoffe haben fünf miserable Jahre hinter sich. In dieser Zeit meldeten viele Rohstoffkonzerne Bankrott an, schlossen sich zusammen und reduzierten ihre Kapazitäten. Damit hat eine Bereinigung des Angebots stattgefunden. Zudem hat sich jüngst auch die Nachfrage wieder belebt. Für langfristige Anleger, die auf Industrie-metalle und Energie setzen – wir reden von fünf bis zehn Jahren –, scheint heute ein guter Einstiegszeitpunkt.

### Dann hängt für die Emerging Markets alles an den Rohstoffen?

Nein, in Brasilien, aber auch in Indien kommen von der Binnennachfrage Impulse. Die rückläufige Inflation erlaubt Zinssenkungen, was den Konsum ankurbelt. In Brasilien werden zudem Privatisierungen vorangetrieben, was sich ebenfalls positiv auswirken wird. Das indische Wachstum ist das kräftigste der Region, und ich wäre nicht überrascht, wenn die Wahlen vorgezogen würden, um den Reformprozess zu beschleunigen.

### Und Russland?

Steigende Rohstoffpreise sind sicherlich positiv für russische Valoren. Wie in Brasilien geht die Inflation zurück, was Zinssenkungen begünstigt. Allerdings sorgt die Geopolitik für Unsicherheit. Alles in allem aber sollte Russland deutlich besser abschneiden als in den letzten Jahren.

### Insgesamt zeichnen Sie ein ziemlich rosiges Bild. Was könnte 2018 schiefliegen?

Viele Anleger unterschätzen die Ereignisse in Saudi-Arabien. Der Versuch des Kronprinzen Mohammed bin Salman, seine Macht zu konsolidieren – nicht nur innerhalb des Landes, sondern im ganzen Persischen Golf –, hat das Konfliktpotenzial in der Region erhöht. Ein möglicher Gegen-schlag Irans bereitet uns Sorgen. Deshalb verfolgen wir die Ereignisse sehr genau.

### Wie hoch schätzen Sie die Wahrscheinlichkeit einer Eskalation?

Die Gefahr einer Eskalation in der Region liegt vielleicht bei 5%, aber wenn dieses Szenario eintritt, könnten die Konsequenzen für die Anleger erheblich sein.

### Sehen Sie weitere Risiken?

Mich überrascht, dass die Märkte nicht auf das Ausbleiben von Fortschritten in den Verhandlungen über das Nordamerikanische Freihandelsabkommen reagieren. Als Donald Trump 2016 die Präsidentschaftswahl gewann, sorgten sich viele über einen Handelskrieg. Diese Befürchtungen haben nachgelassen, obwohl kaum Fortschritte erzielt worden sind und in den USA bereits die Kampagne für die Kongresswahlen 2018 beginnt. Auch die Wahlen in Italien sowie das näher rückende Brexit-Datum könnten die Ungewissheit anheizen.

Wie reagieren Sie auf diese Unsicherheit? Traditionell sichere Vermögenswerte sind sehr teuer. Niedrig und damit günstig ist einzig die Volatilität. Wir haben deshalb kürzlich Optionen zur Absicherung gekauft.