

Markttechnik

Der Tanz um den Dollar

Märkte sind Entdeckungsverfahren. Was in Zukunft entdeckt wird, weiss niemand. Allerdings werden Neuentdeckungen selten von allen zur selben Zeit erkannt. Daher kann man davon ausgehen, dass sie sich über Muster ankündigen, die sich signifikant von vorangegangenen Mustern abheben. Die Auskunft, die eine vernetzte technische Analyse zur Verfügung stellt, liegt nicht in Punktprognosen, die darin bestehen, dass ein bestimmter Kurs zu einem gewissen Zeitpunkt vorhergesagt wird. Vielmehr geht es darum, ob bestehende Muster sich halten oder durch neue abgelöst werden.

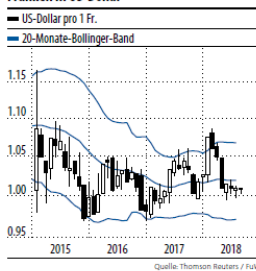
Es würde an dieser Stelle zu weit führen, die gesamte Vernetzung zu erläutern. Ein Teil soll hier jedoch angesprochen werden. Es ist der Teil, der in der Erkenntnis liegt, dass alle Währungspaare vom US-Dollar ausgehen. Das bedeutet, dass das Verhältnis des Euros zum Franken vom Verhältnis des Francs und des Euros zum Dollar definiert wird.

Dollar, Euro und Lira

Allerdings ist jede Analyse lückenhaft. Ein Teil der Lücken kann dadurch geschlossen werden, dass das Ergebnis der Analyse aus dem Dreiecksverhältnis durch den Einbezug einer weiteren Währung zum Greenback, die man gerade als auffälligen Ausreisser ansieht, ergänzt wird.

Aus meiner Perspektive ist der Aufwärtstrend des Euros zum Dollar, der im Januar 2017 begann und bis Februar 2018 mit einem Plus von 21% anhält, beendet. Somit stellt sich die Frage, was

Franken in US-Dollar



aus der aktuellen Situation dieses Währungsbaus zu erwarten ist. Nun wird gerne übersehen, dass es ausser Aufwärts- und Abwärts- auch Seitwärtstrends gibt. Sie dauern meistens kürzere Zeit als die steigenden oder die fallenden Trends und sind so unspektakulär, dass kaum über sie geredet wird. Aus meiner Sicht besteht die grösste Wahrscheinlichkeit darin, dass sich zwischen Euro und US-Dollar die gähnende Langeweile eines Seitwärtstrends entwickelt, der sich um etwa 1.14/1.16 € auf 1 \$ als Durchschnitt für eine Zeit einpendelt.

An dieser Stelle komme ich nicht umhin, ein weiteres Währungspar kurz anzusprechen, das eine kleine Lücke bei der Analyse des Verhältnisses des Euros zum Dollar schliesst: Es ist die US-Währung im Verhältnis zur türkischen Lira. Die spekulative Blase, die letzte Woche entstanden ist, ist nach meinem Dafürhalten geplatzt.

Wenn der Dollar zur türkischen Lira weiter zulegt, dann nicht als Fortsetzung eines Trends, sondern als letzte Zuckung vor dem Übergang in eine Konsolidierung und der Aufnahme eines neuen Aufwärtstrends, der so geordnet abläuft wie der zwischen 2013 und Juli 2018. Das validiert die Euro-Dollar-Analyse, weil der Liraabsturz den Euro-Dollar-Kurs belastet hat.

Der Franken im Quartett

Im Verhältnis US-Dollar/Franken gibt es seit Januar 2015 einen Seitwärtstrend, der sich zwischen unterer und oberer Begrenzung des 20-Monate-Bollinger-Bandes abspielt. Ich bin der Meinung, dass sich in diesem Verhältnis nur eine Kleinigkeit geändert hat, nämlich die, dass der Wechselkurs des Dollars sich entlang des 40-Monate-Durchschnitts entwickeln wird. Ich denke, wir sind gut beraten, Fluktuationen zwischen rund 0.98 und 1.03 Fr./\$ als Hauptszenario anzunehmen. Das wiederum passt durch Skizzierung einer unspektakulären Entwicklung zwischen Franken und Euro um 1.12/1.16 Fr./€ herum.

ALFONS CORTES www.alfonscortes.com

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

«Die Hausse geht auch nach langer Dauer weiter»

MITTWOCHSINTERVIEW Mark Haefele, CIO von UBS Wealth Management, sieht Wirtschaft und Unternehmensgewinne weiterhin wachsen und rät, sich aufs Gesamtbild zu konzentrieren.

Herr Haefele, wie würden Sie den aktuellen Zustand der Aktienmärkte beschreiben, was überwiegt, Hoffen oder Bangen?
Nach einigen Jahren, in denen Hoffnung die Angst übertrifft hat, denke ich, dass wir uns an einem Punkt der Ausgewogenheit befinden. Die Weltwirtschaft ist stark, vor allem in den USA, und Gleiches gilt für die Unternehmensgewinne. Umgekehrt dämpfen Ängste vor einem Handelskrieg, vor höheren Zinsen oder einer Verlangsamung in China die Zuversicht.

Auf welche Seite dürfte das Pendel als Nächstes schwingen?

Die US-Aktienmärkte sind auf einem Rekordhoch, aber das trifft auch auf die Unternehmensgewinne zu. Die Bewertung ist weiterhin nicht übertrieben. Wir sollten auch nicht vergessen, dass andere Märkte, namentlich in Europa und in vielen Schwellenländern, sich weiter unter ihren Höchst von 2007 bewegen. Falls die Gewinne zu sinken beginnen, sollten Anleger anfangen, sich Sorgen zu machen. Solange sie aber steigen, werden die aktuellen Börsenniveaus gut unterstützt.

Was schätzen Sie, wie lange dauert der Aufschwung noch, notieren die Märkte Ende Jahr höher oder tiefer als heute?

Es gibt kaum Anzeichen, dass die Wirtschaft ihre Kapazität erreicht hat. Die Inflation ist immer noch niedrig, die Finanzierungskosten sind bescheiden, und ausserhalb von China ist das Schuldenwachstum begrenzt, weshalb wir meinen, dass der Bullenmarkt andauern wird. Über einen kurzen Zeithorizont hinweg sind die Märkte jedoch viel schwieriger einzuschätzen. In unserer globalen taktischen Vermögensallokation – das heisst über die nächsten sechs Monate – vertreten wir eine weitgehend neutrale Haltung. In dieser Zeit beobachten wir gespannt, wie der Markt auf die nächste Runde von US-Zöllen gegenüber China reagiert.

Was nützt eine robuste Konjunktur, wenn immer wieder neue Klippen auftauchen. Sie sprechen den Handelsstreit an, im Frühjahr war es Italien, jüngst die Türkei. Führt besser, wer Kursgewinne jetzt ins Trockene bringt?

Mittelfristig sollte eine robuste Wirtschaft dazu beitragen, dass sich die Märkte zusammen mit wachsenden Unternehmensgewinnen nach oben bewegen. Meine Erfahrung ist, dass Investoren oft dann ihr eigener schlimmster Feind sind, wenn sie auf lokale Schlagzeilen überreagieren und dann zu ängstlich werden, um angemessen zu investieren. Wer in eine Reihe von globalen Märkten investiert, kann sich meist besser auf das Gesamtbild konzentrieren, statt gebannt auf lokale Risiken zu starren.

Was halten Sie für die grösste Gefahr an den Aktienmärkten?

Politische Fehleinschätzungen. Die US-Zentralbank (Fed) erhöht den Zins, die EZB reduziert ihren Stimulus, und China versucht, die Auswirkungen von Zöllen mit Anreizen auszugleichen. Falls diese Entscheidungsträger ihre Schritte nicht richtig beurteilen, wenn zum Beispiel das Fed die Zinsen zu schnell erhöht, die EZB zu schnell vorgeht oder wenn Chinas Konjunkturprogramm zu einer Kreditblase führt, könnte das einen Marktstoch auslösen. Allerdings hat Chinas Regierung in den letzten Jahren bewiesen, dass sie es gut versteht, die Wirtschaft zu kontrollieren, das Schuldenwachstum zu begrenzen und gleichzeitig die Produktion aufrechtzuerhalten. Ihr stehen die Instrumente zur Verfügung, um das auch weiterhin zu tun. Zölle auf Exporte in die USA werden Peking jedoch das Leben erschweren.

Wohin führt der Handelsstreit noch?

Es wird wahrscheinlich noch schlimmer, bevor es besser wird. Ein Zollsatz von 10% auf 200 Mrd. \$ an chinesischen Importen soll noch im September in Kraft treten. Falls es zu einer massgeblichen Eskalation kommt, etwa durch wesentlich hö-



Mark Haefele: Für die kotierten Schweizer Firmen ist der Dollar wichtiger als der Euro.

here Zölle oder nichttarifäre Vergeltung durch China, würden die Aktienmärkte voraussichtlich negativ reagieren. Die Auswirkungen wären aber nicht überall die gleichen.

Nämlich?

Die US-Märkte könnten erstarren, während Länder wie Japan, Deutschland und einige Schwellenländer, die sensibel auf Handelsentwicklungen reagieren, leiden würden. Gut diversifizierte Investoren sind am besten positioniert, um einen Sturm zu überstehen.

«Investoren sind oft dann ihr eigener schlimmster Feind, wenn sie auf lokale Schlagzeilen überreagieren und ängstlich werden.»

Was würde umgekehrt die Märkte beflügeln?

Produktivitätswachstum wäre ein grosser Schub. Die meisten Industrieländer haben seit der Finanzkrise wenig bis gar kein Produktivitätswachstum erlebt. Es zirkulieren verschiedene konkurrierende Theorien darüber, warum dem so ist. Hätten wir ein höheres Produktivitätswachstum, lösten sich viele Befürchtungen über höhere Zinsen und das Ende des Wirtschaftszklus auf, da wir dann eine Dynamik sehen könnten, in der Arbeitnehmer mehr Lohn erhalten, Konsumenten mehr ausgeben und Unternehmen mehr verdienen, ohne die Inflation anzuhetzen und ohne Notwendigkeit für höhere Zinsen.

Sie haben die Aktienquote auf Neutral zurückgefahren und warten auf Anzeichen für den richtigen Zeitpunkt, das Risikoengagement wieder zu erhöhen, wie Sie in der August-Ausgabe der «UBS House View» schreiben. Wann könnte es soweit sein?

Schweiz holt auf



Wir halten Ausschau auf Anzeichen, dass der Handelsdisput nachlässt, oder aber die Märkte einem Handelskrieg eine höhere Wahrscheinlichkeit einräumen. Ein Seitwärtstrend, währenddem gleichzeitig die Unternehmensgewinne wachsen, würde eine attraktivere Bewertung bedeuten und, falls alle anderen Faktoren unverändert bleiben, uns ermutigen, die Märkte wieder positiver zu betrachten.

Welchen Anteil hat in der aktuellen Aktiengewichtung die Schweiz?

Wir haben derzeit für Schweizer Aktien eine neutrale Allokation. Kunden können bei unseren Anlagelösungen wählen, ob sie ein vollständig global diversifiziertes Portfolio halten wollen oder Lösungen mit mehr oder minder (Z%) grossem Home Bias bei Schweizer Aktien wählen. Weil der Schweizer Aktienmarkt in den vergangenen drei Jahren klar hinter den globalen Märkten zurückblieb, hat sich ein derartiger Fokus auf Schweizer Aktien allerdings nicht ausbezahlt.

Auf dem hiesigen Markt lastet die Frankenstärke. Was müssen Anleger währungsseitig beachten?

Anders als für die Schweizer Wirtschaft ist für die an der Schweizer Börse kotierten Unternehmen der Dollar insgesamt wichtiger als der Euro. Weil der Dollar bisher robust war, rechnen wir aktuell nicht mit Währungsverlusten für die diesjährigen Unternehmensgewinne. Auch die schwächeren Schwellenländerwährungen drehen die Währungsbilanz in diesem Jahr bisher nicht ins Negative. Geht die Frankenstärke allerdings weiter, würde sich die Situation ins vierte Quartal und besonders ins nächste Jahr hinein zu einem Gegenwind entwickeln.

Dafür ist der Schweizer Markt mit dem hohen Gewicht von Pharma und Nahrungsmittel defensiv orientiert. Könnte das ein Katalysator für eine starke Schweizer Börse in nächster Zukunft sein?

Seit gut zwei Monaten entwickelt sich die Schweizer Börse leicht besser als der Weltaktienindex. Die defensive Sektorausrichtung und gute unternehmensspezifische Entwicklungen der Börsenschwergewichte stützen dabei. Eskalieren die Weltkonjunkturrisiken, dürfte die Schweizer Börse wohl weiterhin eher gute Karten im globalen Kontext haben, obwohl die schweizerischen Unternehmen überdurchschnittlich international verknüpft sind. Die Bewertung des Schweizer Aktienmarkts stuft wir im internationalen Vergleich aber zurzeit als neutral ein.

Wie erklären Sie sich die harsche Reaktion auf enttäuschende Zwischenberichte am Schweizer Aktienmarkt und das genauso markante Echo auf Zahlen, die positiv überraschen? Verkennen Analysten die Situation? Ist mit weiteren größeren Bewegungen zu rechnen?

Die Nervosität der Investoren ist gestiegen, und entsprechend konsequent agieren sie meistens auf Enttäuschungen. Weniger generell, aber trotzdem auffallend, können auch positive Überraschungen zu markanten Kursveränderungen respektive Kursrissen führen. Da wir davon ausgehen, dass die Markternstlosigkeit vorerst erhöht bleiben wird, dürften selektiv starke Korrekturen, aber auch Ausschläge gegen oben weiterhin zur Tagesordnung gehören.

Ist der Boom von Small und Mid Caps zu Ende und übernehmen die grosskapitalisierten Titel wieder den Lead?

In der Tendenz ja. Allerdings ist das Wachstum vieler dieser kleineren Gesellschaften im historischen Vergleich nach wie vor überdurchschnittlich hoch. Im Gegensatz zu den vergangenen fünf Jahren sollten Investoren unserer Meinung nach im Segment der Schweizer Small und Mid Caps jetzt deutlich selektiver investieren.

INTERVIEW: HANSPETER FREY

Meinungen zur Börsenlage

Kein Selbstläufer

Wir erachten es nach wie vor als sinnvoll, auch laufend Gewinne mitzunehmen. Eine Korrektur im Herbst würde nicht überraschen, die Risiken sind nicht zu unterschätzen. Sollte der Handelsstreit eskalieren, wäre das Gift für die Börsen. Und die Schwäche der Schwellenländerwährungen könnte ebenfalls eine Warnung sein, dass nicht mehr alles muthelos läuft. Die Auswahl kaufenswerter Aktien ist in einem solchen Umfeld entscheidend. Wir empfehlen die Titel des US-Einzelhändlers Ross Stores, der Schweizer Industrie-Gruppe Dätwyler und der deutschen Konsumgüter- und Chemiegruppe Henkel. **VT WEALTH MANAGEMENT**

US-Nebenwerte

Nach langer Hausse sehen einige Bereiche des US-Aktienmarktes teuer aus. Large-Cap-Technologieaktien sind das offensichtlichste Beispiel. Wer diese Risiken scheut, schaut sich bei Small und Mid Caps um. Wir gehen von starken Gewinnsteigerungen in weiten Teilen der US-Wirtschaft aus. Small und Mid Caps profitieren besonders, unterstützt von Deregulierung und Abbau der Bürokratie. Wegen ihres kleinen Exportanteils sind sie weniger von Handelsbeschränkungen belastet. Auch von der Steuerreform, die ihnen Einsparungen bringt, profitieren sie. Somit erwarten wir für 2019/2020 stärkere Wachstumszahlen als bei Large Caps. **JO HAMBRO CAPITAL MANAGEMENT**

Technologie

Die Berichtssaison hat unsere positive Einschätzung des Aktienmarktes bestätigt. In den USA sind die Gewinne im Vergleich zur Vorjahresperiode um 25% gestiegen. Etwa ein Drittel ist auf die Steuerreform zurückzuführen, und auch der im Vorjahresvergleich immer noch schwächere Dollar hat sich positiv ausgewirkt. Bereinigt um diese Sonderfaktoren dürfte sich das Ergebniswachstum auf knapp 15% belaufen. Der Grossteil kommt aus zyklischen Sektoren, vor allem aus dem Technologie-sektor, der nach wie vor Triebfeder des Bullenmarktes ist. Das Wachstum bleibt beeindruckend, und der Sektor ist attraktiv bewertet. Technologie bleibt das Zugpferd des Bullenmarktes, der wahrscheinlich noch mehr Luft hat, als viele glauben. **BANK JULIUS BÄR**

Infrastruktur

Das globale Bevölkerungswachstum, akzentuiert durch Urbanisierung und Wunsch nach mehr Lebensqualität, ruft nach Ausbau der Infrastruktur. Studien berechnen über die nächsten fünfzehn Jahre ein Ausgabenwachstum von über 30% p.a. Investitionsbedarf haben ausser den Emerging Markets auch die Industrieländer. Thema sichere Bauten, Elektrofahrzeuge und 5G-Mobilfunknetz. Uns gefallen Bau (HeidelbergCement), Strominfrastruktur/Smart Building (ABB, Schneider Electric), Kupferförderer (Freeport) und Mobilfunktechnik (Ericsson). **DIEM CLIENT PARTNER**