

«Der Schweizer Markt hat ein strukturelles Problem»

MITTWOCHSINTERVIEW Jean Keller, CEO des Genfer Asset-Managers Quairo Capital, setzt auf kleinere Schweizer Valoren wie Jungfraubahn und Phoenix Mecano.

Herr Keller, welches sind die grössten Risiken für die Aktienmärkte in diesem Jahr? Ich bin jetzt seit 35 Jahren im Anlagegeschäft tätig. Jedes Jahr werden neue Risiken diskutiert, und jedes Mal scheint man sich in einer schwierigen Zeit zu befinden. Im Januar machen sich die Leute Sorgen, was alles schliefgehen könnte. Es bringt jedoch wenig, vorherzusagen, was schliefgehen könnte. Wenn man langfristig gesehen Aktien von Unternehmen mit hoher Qualität kauft und sie lange Zeit hält, hat man sehr gut abgeschnitten – viel besser als die meisten Leute, die versuchen, den Markt zu timen.

Aber es gibt Sorgen, nicht wahr?

Ja, natürlich. Zum einen befinden wir uns am Ende eines Bullenmarktes. Die Menschen sorgen sich um eine höhere Inflation und geopolitische Risiken. Ich glaube aber, dass die hohe Teuerung nur vorübergehend sein wird und vielleicht für ein oder zwei Jahre ein Problem darstellt. In einem Jahr könnten wir ein Inflationsniveau von etwa 5% sehen, aber nicht von 10%. In der Weltwirtschaft sind noch viele deflationär wirkende Faktoren am Werk. Und obwohl sich die Aktienhäuser in einem späten Stadium befinden, stehen wir am Anfang eines neuen Wirtschaftszyklus – das ist eine besondere Situation.

Haben Sie einen positiven Ausblick für die Weltwirtschaft?

Ja, die gute Nachricht ist, dass wir uns von der wirtschaftlichen Logik entfernen, die nach der Finanzkrise 2008 vorherrschte. Es gibt neue Narrative. Überall auf der Welt hat die Politik die Austerität beendet, die Tore für mehr Staatsausgaben sind nun offen. Die Infrastrukturinvestitionen werden steigen. Dieser neue Investitionszyklus ist gut für die gesamte Wirtschaft.

«In der Welt gibt es noch eine Menge an Value-Opportunitäten.»

Aber können die Aktien weiter steigen, obwohl sie hoch bewertet sind?

Hoch bewertete Titel sind auf wenige Bereiche konzentriert: Teure Papiere finden sich vor allem im Technologiebereich, in der Biotechnologie und auf dem US-Markt. Ich würde alle im Trend liegenden Valoren meiden, denn sie stellen das grösste Risiko dar. Wenn man sich in der Welt umschaut, findet man immer noch eine Menge an Value-Opportunitäten. Das sind Märkte, denen die Leute nicht viel Aufmerksamkeit schenken. Und die Aktien sollten von der steigenden Inflation profitieren, zumindest anfangs. Von den Unternehmen erhalten wir die Rückmeldung, dass sie höhere Preise weitergeben können. Zu Beginn eines Inflationszyklus leiden Anleiheninvestoren, Aktienanleger jedoch nicht.

Es wird ein weiteres gutes Jahr für Aktien?

In einem solchen Umfeld sollten die Anleger investiert bleiben, aber sie sollten diversifizieren. Zumal die Sparquoten aufgrund der Pandemie auf einem Allzeithoch sind. Wenn die Menschen erkennen, dass die Lage nicht so schlimm ist wie erwartet, sollte ein Teil dieser Ersparnisse in den Aktienmarkt fliessen.

Welche Märkte werden derzeit übersehen?

Wir glauben, dass die Angst um China übertrieben ist. Die Situation mit den faulen Krediten sollte bald geklärt sein. Es gibt dort einige positive Trends, vor allem im Gesundheitswesen und bei Konsumunternehmen dürfte es sehr gut laufen. Ein weiterer Markt, von dem nur wenige begeistert sind, ist Japan. Dort vollzieht sich ein massiver Übergang von der Veterinärwirtschaft zu einem System, in dem der Shareholder Value im Mittelpunkt steht. Die Japaner haben endlich erkannt, dass sie ihr Rentensystem nur durch einen effizienten Aktienmarkt retten können.



«Jeder hasst Jungfraubahn im Moment – das finde ich gut.»

Wir lieben auch Infrastrukturaktien, in die ein Grossteil der öffentlichen Ausgaben fliessen wird.

Sind alle Technologietitel überbewertet?

Nein, ich würde sie nicht als eine Gruppe behandeln. Apple steht nicht sehr teuer aus. Aber bei hoch bewerteten Unternehmen wie Tesla wäre ich vorsichtig – die Bäume wachsen nicht in den Himmel. Natürlich sagen die Leute wieder: «Diesmal wird es anders sein.» Aber jedes Mal war es schlecht für Anleger, einer Manie zu folgen. Ich kann nicht sagen, wann das Blatt sich wendet, aber es wird geschehen.

Sehen Sie sich selbst als Value-Anleger?

Die Diskussion zwischen Value- und Growth-Investoren erinnert mich an Diskussionen über Religion. Jeder mag ein anderes Verständnis davon haben. Für uns ist Preisdisziplin sehr wichtig. Aber wir wählen nicht die Titel mit dem niedrigsten Preis aus. Wir mögen gute Unternehmen mit qualitativ hochwertiger Bilanz. Ein Beispiel auf dem Schweizer Markt ist Phoenix Mecano, eine kleine Gesellschaft, die eine Komponente für die Möbelproduktion herstellt.

Und die Bewertung ist auch günstig?

Ja, Phoenix wird mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 11 gehandelt. Das Unternehmen hat ein sehr gutes Potenzial mit dem Trend zur Innendekoration und seiner Expansion nach China. Gleichzeitig ist der Verschuldungsgrad sehr niedrig. Der Markt mag die Aktie nicht, weil es Probleme bei der Beschaffung gibt – aber welches Unternehmen hat die nicht? Ein weiteres Beispiel für einen kleinen schweizerischen Qualitätswert, der nicht teuer ist, ist der Maschinenhersteller Tornos. Sein Auftragsbuch ist voll, aber die Aktie scheint völlig in Vergessenheit geraten zu sein. Und wir mögen Jungfraubahn.

Dies scheint eine riskante Wette zu sein.

Die Zahl der asiatischen Passagiere auf der Jungfraubahn ist um 70% zurückgegangen. Jeder hasst das Unternehmen im Moment – das finde ich gut. Irgendwann wird...

Schweizer Small Caps



den die Titel sich erholen. Dieses Unternehmen hat einen sogenannten Moat – einen wirtschaftlichen Burggraben –, also einen einzigartigen Wettbewerbsvorteil: Es ist einer der attraktivsten Orte in der Schweiz. Und die Bilanz ist von sehr hoher Qualität, die Gesellschaft wird konservativ geführt. Wir haben auch in Swissquote investiert und damit viel Geld verdient. Das ist immer noch eine sehr spannende Geschichte, aber die beste Performance liegt schon hinter uns. Mit einem höheren Aktienkurs wird es schwieriger sein, mehr Gewinn zu machen. Einfacher ist es mit Valoren, über die niemand spricht.

Was halten Sie von Schweizer Large Caps?

Ich bevorzuge kleinere Unternehmen. Es gibt ein strukturelles Problem auf dem Schweizer Markt, weil er so stark auf etwige wenige grosse Titel ausgerichtet ist. Und ihre Abdeckung wird durch viele Finanzanalysten gewährleistet. Bei einem solchen Wettbewerb der Analysen können wir keinen Mehrwert bieten, wenn wir versuchen, die Zahlen von grossen Unternehmen wie UBS und Nestlé zu prognostizieren. Und wird ein Konzern wie Nestlé in Zukunft weiterhin jährlich die Einnahmen um 4% steigern können? Für mich ist das schwer zu glauben.

«Wir meiden Biotech-Unternehmen, denn sie sind schwer zu verstehen.»

Sollten Schweizer Banken in der aktuellen Lage nicht besonders gut abschneiden?

Banken sollten in einem Umfeld höherer Inflation und steigender Zinsen profitieren, da ihre Zinsmarge steigt. Und Credit Suisse könnte mit ihrer Restrukturierung Erfolg haben. Aber wir meiden in der Regel grosse Finanzunternehmen. Wer weiss schon, was in den Bilanzen der Grossbanken steht? Ich kenne nicht viele Leute, die mit Bankaktien über einen längeren Zeitraum Geld verdienen haben. Ausser in den Schwellenländern ist eine Investition in Banken keine gute Strategie.

Welche Sektoren bevorzugen Sie bei Small- und Mid-Cap-Aktien?

Wir investieren tendenziell in Konsum- und Industrieaktien mit einem wirtschaftlichen Burggraben, einem Moat. Biotech-Gesellschaften meiden wir, da sie schwer zu verstehen sind und ein hohes, nicht systematisches Risiko bergen. Unsere Strategie erreicht die hohe Performance von Small Caps mit der geringeren Volatilität von grossen Aktien. Ein eindrucksvolles Industrieunternehmen in der Schweiz ist Bystronic, die ehemalige Conzetta, die mit ihrer Hightech-Laserschneldemaschine einen hohen Marktanteil gewonnen hat. Sie hat damit eine bessere Performance erreicht als grössere Industrieunternehmen. Ein Beispiel für einen Moat im Konsumsektor ist Bénéteau, der französische Hersteller von Segeljachten. Hier hat der Schub zu mehr Freizeitaktivitäten während der Pandemie sehr geholfen.

Warum interessieren sich die Anleger so wenig für Small Caps?

Es gibt eine Überregulierung der öffentlichen Handelsplätze. Es ist schwierig, einen neuen Fonds für die breite Öffentlichkeit anzubieten, während die Leute bei den Private-Equity-Fonds Schlange stehen. In der Private-Equity-Branche ist viel Geld auf der Suche nach nicht allzu vielen Opportunitäten. Ich ziehe es vor, dort zu suchen, wo niemand sucht. In unseren Fonds stossen wir im Durchschnitt Positionen schon dann ab, wenn sie eine halb so hohe Bewertung wie Anlagen von Private-Equity-Fonds erreicht haben. Die Bewertungen der öffentlich gehandelten und der privaten Märkte sollten sich einander annähern – es ist sinnvoll, auf der günstigen Seite zu bleiben.

INTERVIEW: ALEXANDER TRENTIN

Markttechnik

Europäische Banken bleiben attraktiv

Divergenzen kennzeichnen die aktuelle Marktphase. Das führt zu einer Präferenz für Aktien grosser Unternehmen, zu einer in den meisten Sektoren und Ländern auf 50 bis 60% verengten Marktbreite und zu sich unterschiedlich entwickelnden Industrien innerhalb der Sektoren.

Das alles trifft auch auf den Finanzsektor zu, ausser, dass er mit 75% die höchste Marktbreite aller Sektoren aufweist. In diesem Sektor fallen zwei Industrien besonders positiv auf, nämlich Banken und Versicherungen.

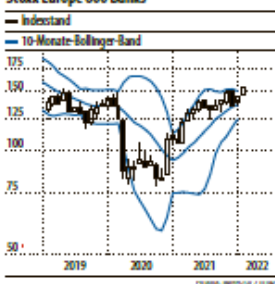
Insbesondere die Banken stehen global hervorragend da. Diese Industrie weist eine Marktbreite von 80% auf, in Europa gar von 82%. Eine hohe Marktbreite weist darauf hin, dass die Handlungsursache in der Industrie liegt und nicht in der Annahme, dass einzelne Unternehmen trotz widriger Umstände für die Industrie gute Ergebnisse liefern werden. Das Risiko von grösseren Rückschlägen ist in solchen Industrien kleiner, als wenn nach Perlen im Schlamm gesucht werden muss.

Das spricht für Banken

Eine Marktbreite von über 90% wird allerdings zu einem starken Warnsignal, wenn sie kumulativ mit einer Trendakzeleration einhergeht – was in DJ Stoxx Europe 600 Banks (nachstehend Stoxx 600 Banks) nicht der Fall ist.

Eine hohe Marktbreite bringt auch einen besonderen Vorteil für Investoren, die der Auswahl und der Überwachung einzelner Aktien nicht viel Zeit widmen wollen. Solche Industrien kann man nämlich durchaus mit einem

Stoxx Europe 600 Banks



Quelle: Morningstar / iHS

Meinungen zur Börsenlage

Cybersecurity

Die Gefahren von Cyberattacken nehmen zu und fügen Unternehmen, Staaten und Privaten steigende Schäden zu. Die Bedrohung wird grösser, nicht nur da immer mehr Computer und Smartphones vernetzt sind, sondern auch weil das Internet der Dinge die Vernetzung weiter antreibt, beispielsweise von Autos oder Stromnetzen. Die Trends zu Cloud-Diensten und dezentralem Arbeiten stellen eine zusätzliche Herausforderung dar. Da überrascht es nicht, dass Cybersecurity laufend an Bedeutung gewinnt. Die Ausgaben für Sicherheit sind bereits substanziell und werden künftig deutlich steigen. Anbieter von IT-Sicherheitslösungen profitieren von dieser Situation. Accenture, Cisco und Fortinet erscheinen interessant, allerdings empfiehlt sich ein gut diversifiziertes Investment.

LUZERNER KANTONALBANK

UBS, John Deere

Dass die Märkte in der vergangenen Woche etwas korrigierten, sollte nicht überschätzt werden. Drei bis vier Zinsenerhöhungen sind bereits in den Kursen enthalten. Dass es gerade im Techbereich aufgrund der schönen Bewertungen zu Gewinnmitnahmen kam, kann nicht überraschen. Das Ende der Pandemie zeichnet sich ab, und nun müssen sich die geldpolitischen Rahmenbedingungen ändern – zumal ja die jüngsten Daten, auch was die Inflation betrifft, ermutigend sind. Mit unseren

ETF abdecken und passiv fahren. Wenn die Marktbreite gering ist – zum Beispiel 50% –, schleppt man mit ETF eine ganze Menge totes Kapital mit.

Anhand einer hohen Marktbreite in einigen Industrien und einer niedrigen in anderen lässt sich auch ablesen, auf welche Seite sich die Mehrheit der Kapitalströme bei kontrovers diskutierten Themen geschlagen hat. Ich denke aktuell an Inflation und Zinsen. Noch nicht alle Segmente der Finanzmärkte zeigen in Richtung höherer erwarteter Zinsen und Inflation, aber einige tun es, und die Banken sind da Vorreiter. Öklasten sind ein anderer.

Wichtiger positiver Aspekt

Ein weiterer Aspekt, der sich aus einer vernetzten technischen Analyse ergibt, ist der, dass eine lange vernachlässigte Variable vermehrt den Eingang in die Überlegungen der Anlegergemeinde gefunden hat. Die Rede ist von Bewertungsunterschieden zwischen den einzelnen Sektoren und Industrien, die zu einer gewissen Korrektur von Diskrepanzen einladen. Dass das mit Banken der Fall ist, ist seit gut einem Jahr Rückenwind für das relative und das Kursmomentum ihrer Aktien.

Nach dem Votum für den Stoxx 600 Banks will ich es der Vollständigkeit halber nicht unterlassen, auf die wichtigste Komponente einzutreten: die relative Stärke. Sie kennen wohl einige der vielen wissenschaftlichen Untersuchungen, die zum Schluss kommen, dass, was sechs Monate relativ stark war, eine sehr starke Neigung hat, diese relative Stärke fortzusetzen. Der Stoxx 600 Banks war in den letzten sechs Monaten stärker als jeder Sektor, als der DJ US Banks und als der MSCI Welt.

Mir persönlich ist die Sechsmonatsregel zu deterministisch. Ich ziehe es vor, den Trend der relativen Stärke mit einem gleitenden Durchschnitt zu unterlegen, der den auch in dieser Disziplin üblichen Schwankungen Raum lässt. Auch dieser Ansatz spricht durchweg für Bankaktien im Allgemeinen und für europäische im Besonderen.

ALFONS CORTES www.alfonscortes.com

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

beiden Algorithmen überwachen wir die Aktien von 5000 internationalen Unternehmen mit jeweils 100 Datenpunkten. Die Analyse bestärkt uns in unserer Meinung, dass nun Finanz- und Energiewerte – beispielsweise UBS und Total – aufgrund der Bewertung kaufenswert sind. In den USA können wir John Deere zum Kauf empfehlen. Das Unternehmen ist weit mehr als ein Hersteller von Landmaschinen und nimmt die neuesten Trends in der Nahrungsmittelherstellung auf.

VT WEALTH MANAGEMENT

Gold

Der Goldpreis ist am Dienstag auf 1810 \$ je Feinunze gestiegen. Er profitiert vom etwas schwächeren Dollar und leicht gefallenen US-Anleihenrenditen. Gemessen an den Fed Funds Futures wurde seit der Veröffentlichung des falkenhaften Fed-Sitzungsprotokolls vergangene Woche eine Zinserhöhung im März mittlerweile vollständig eingepreist. Die ETF-Investoren trauen dem Braten allerdings noch nicht so richtig. Die von Bloomberg erfassten Gold-ETF haben am Montag den dritten Tag in Folge Abflüsse verzeichnet, wenn auch moderate. Und auch die spekulativen Finanzinvestoren hatten sich rund um den Jahreswechsel etwas zurückgehalten – sie haben in der letzten CFTC-Berichtswoche ihre Netto-Long-Positionen leicht reduziert. Die bevorstehende erste Zinserhöhung der US-Notenbank seit über sechs Jahren sollte aber kein grösserer Bestandsfaktor mehr für Gold sein. **COMMERZBANK**