

«Die Lage ist wohl nicht so schlimm wie befürchtet»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT PAUL JACKSON Der Leiter Global Asset Allocation Research des Fondshauses Invesco ist überrascht vom bisherigen Ausbleiben der Rezession.

Die Aktienmärkte sind in einer Erholungsphase – obwohl eine Rezession bisher ausgeblieben ist. Das ist die Beobachtung von Paul Jackson. Der Brit leitet das Asset Allocation Research des Vermögensverwalters Invesco und verfügt über 37 Jahre Erfahrung an den Finanzmärkten. Im Interview mit «Finanz und Wirtschaft» meint er, dass weiterhin Titel profitieren könnten, die in solch einer Marktphase historisch gesucht waren – etwa Bankaktien.

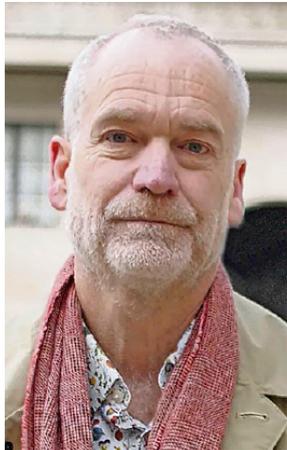
Für langfristig orientierte Anleger sind gemäss Jackson die Spekulationen um den genauen Verlauf der Zinspolitik weniger wichtig. Jedoch ist es für die gute Stimmung am Markt psychologisch notwendig, dass die Notenbanken nicht negativ überraschen.

Herr Jackson, Aktien sind im Aufwind, insbesondere zyklische Sektoren wie die Automobilindustrie – obwohl eine Rezession droht. Sind die Märkte zu optimistisch? Es ist ein typisches Phänomen, dass die Markttrends oft nicht mit den aktuellen Nachrichten und Ereignissen übereinstimmen. In Grossbritannien, wo ich wohne, sind die Nachrichten unaufhörlich schlecht, und doch scheinen die Finanzmärkte eine bessere Zukunft einzupreisen. Und ich kann verstehen, warum sich die Märkte positiv entwickeln.

Welche Faktoren stecken hinter der Rallye? Wenn wir an das vergangene Jahr zurückdenken, war der Rückgang der Vermögenspreise auf ihre hohen Bewertungen zu Beginn des Jahres zurückzuführen. Ein Überfluss an Krediten und Liquidität trieb die Bewertungen in die Höhe, die dann durch einen Inflationschock und die Politik der Zentralbanken beeinträchtigt wurden, die einen Anstieg der Anleihenrenditen verursachten und andere Vermögenswerte drückten. In diesem Jahr waren die Bewertungen jedoch nicht mehr so hoch, und da sich die Inflation beruhigt hat und die Zentralbanken weniger restriktiv sind, befindet sich der Markt in einem Erholungsmodus, auch wenn er noch keine ausgewachsene Rezession hinter sich hat. Es ist trotz dieser Gründe bemerkenswert, wie schnell und robust sich der Markt erholt hat.

Es bleibt doch das Risiko einer Rezession? Immerhin liegt der US-Einkaufsmangel-Index (ISM) unter 50, was auf eine Schrumpfung der Industrietätigkeit hindeutet. Dazu muss man wissen, dass es im ISM-Bericht heisst, dass der Übergang zu einer Rezession bei 43 und nicht bei 50 liegt. Obwohl es in den USA einige Anzeichen für eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums gibt, wie etwa einen Rückgang der Anlageinvestitionen, die in der Vergangenheit ein guter vorlaufender Indikator für das Wirtschaftswachstum waren, gibt es auch positive Zeichen. So hat die niedrigere Inflation einen positiven Effekt: Die verfügbaren Einkommen kommen unter weniger Druck, was eine weitere Verlangsamung der Konsumausgaben verhindert.

Wie sind die Aussichten für die Volkswirtschaften ausserhalb der USA? Die Volkswirtschaften in Europa, die vor einer möglichen Rezession gestanden sind, haben im Oktober Anzeichen einer



«US-Aktien sind teuer – ihre künftige Performance dürfte begrenzt sein.»

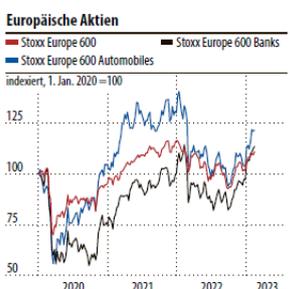
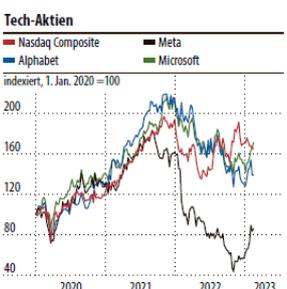
Verbesserung gezeigt, wie die Ifo-Umfrage unter Unternehmen zeigt. In der Vergangenheit gab es eine starke Korrelation zwischen der Ifo-Umfrage und der Entwicklung des Aktienmarktes. Gleichzeitig wird China von der Aufhebung der Covid-Beschränkungen und einer unterstützenden Geldpolitik profitieren, was die Wirtschaftsleistung des Landes ankurbeln sollte. Insgesamt ist die Lage also vielleicht doch nicht so schlimm wie befürchtet. Ursprünglich war ich der Meinung, dass wir inzwischen eine Rezession erleben würden, aber die Wirtschaft hat sich widerstandsfähiger gezeigt als erwartet.

«Langfristig orientierte Anleger müssen sich keine übermässigen Sorgen machen, wo der Leitzins seine Spitze erreichen wird.»

Selbst wenn es keine Rezession gibt, sollten wir uns keine Sorgen über niedrigere Unternehmensgewinne machen? Genau wie die Gesamtwirtschaft sind auch die Unternehmensgewinne überraschend robust gewesen. Ich glaube, dass wir die Auswirkungen der steigenden Inputkosten auf die Profite überschätzt haben könnten. Traditionell geht man davon aus, dass die Gewinne eng mit dem verarbeitenden Gewerbe verbunden sind, für das steigende Materialkosten ein wichtiger Faktor sind. Der derzeitige Aktienmarkt ist jedoch stark auf den Dienstleistungs- und Technologiektor ausgerichtet, wo die Rohstoffkosten nur einen geringen Anteil an den Inputkosten haben. Und selbst wenn die Gewinne sinken sollten, würde dies nicht unbedingt zu einem Kursrückgang führen.

Wie sollten langfristige Anleger dann mit diesen Zinsspekulationen umgehen, wenn der ökonomische Effekt so gering ist? Langfristig orientierte Anleger müssen sich keine übermässigen Sorgen machen, wo der Leitzins schliesslich seine Spitze erreichen wird. Allerdings sind US-Aktien derzeit teuer, was bedeutet, dass die künftige Performance im Vergleich zu anderen Regionen wie Europa und China sowie zu anderen Schwellenländern begrenzt sein dürfte. In Europa stellen die Bewertungen kein Hindernis für die Performance dar. Kurzfristig besteht jedoch ein erhöhtes Risiko einer Rezession, sodass man bei europäischen Aktien aktuell vorsichtig sein sollte. Aber wenn man etwas weiter in die Zukunft schaut, sollten solche Titel besser abschneiden, die sich normalerweise in der Anfangsphase eines Marktzyklus gut entwickeln.

Welche Sektoren des Aktienmarktes legen in einer Erholungsphase besonders zu? In der Vergangenheit haben der Automobilsektor und die Finanzinstitute in der Regel in den ersten Phasen eines Aufschwungs gut abgeschnitten. Die Aktiva der Finanzinstitute, insbesondere das Kreditbuch der Banken, gedeihen in einer Erholungsphase. Zusätzlich tragen die gestiegenen Zinsen dazu bei, die Margen der Banken zu erhöhen. Darüber hinaus könnten auch Titel im Reise- und Freizeitbereich weiterhin gut abschneiden, da sie vom anhaltenden Öffnungsprozess in China profitieren.



würde sich das Bewertungsniveau der Aktien erhöhen. Im vergangenen Jahr sind die Unternehmensgewinne zwar gestiegen, aber die hohen Renditen haben die Bewertungen gedrückt, sodass die Aktienkurse gefallen sind. Derzeit sind die Gewinne noch nicht gesunken, aber da die Sorgen um die Wirtschaft die realen Anleihenrenditen nach unten treiben, steigen die Bewertungen. In gewissem Sinne könnten die Wachstumsorgen also den Aktienmarkt stützen.

Äusserungen von den Notenbankvertretern werden von den Märkten sehr genau beobachtet – aber wie bedeutend sind Spekulationen über die Geldpolitik tatsächlich? Obwohl es ökonomisch nur einen geringen Unterschied macht, ob der endgültige US-Leitzins bei 5 oder 5,5% liegt, kann das die Stimmung und die Psychologie an den Märkten erheblich beeinflussen. Wenn der Markt den Eindruck hat, dass die Zentralbanken ihre restriktive Politik bald beenden werden, kann dies Vertrauen schaffen und dem Markt Auftrieb geben. Andererseits kann eine Enttäuschung, beispielsweise wenn die Spitze der Leitzinsen nicht im Mai, sondern erst im September erreicht wird, ein Hindernis dafür sein, dass der Markt seine Erholungsralley aufrechterhält. Und das geschieht aus rein psychologischen Gründen.

Wie sollten langfristige Anleger dann mit diesen Zinsspekulationen umgehen, wenn der ökonomische Effekt so gering ist? Langfristig orientierte Anleger müssen sich keine übermässigen Sorgen machen, wo der Leitzins schliesslich seine Spitze erreichen wird. Allerdings sind US-Aktien derzeit teuer, was bedeutet, dass die künftige Performance im Vergleich zu anderen Regionen wie Europa und China sowie zu anderen Schwellenländern begrenzt sein dürfte. In Europa stellen die Bewertungen kein Hindernis für die Performance dar. Kurzfristig besteht jedoch ein erhöhtes Risiko einer Rezession, sodass man bei europäischen Aktien aktuell vorsichtig sein sollte. Aber wenn man etwas weiter in die Zukunft schaut, sollten solche Titel besser abschneiden, die sich normalerweise in der Anfangsphase eines Marktzyklus gut entwickeln.

Welche Sektoren des Aktienmarktes legen in einer Erholungsphase besonders zu? In der Vergangenheit haben der Automobilsektor und die Finanzinstitute in der Regel in den ersten Phasen eines Aufschwungs gut abgeschnitten. Die Aktiva der Finanzinstitute, insbesondere das Kreditbuch der Banken, gedeihen in einer Erholungsphase. Zusätzlich tragen die gestiegenen Zinsen dazu bei, die Margen der Banken zu erhöhen. Darüber hinaus könnten auch Titel im Reise- und Freizeitbereich weiterhin gut abschneiden, da sie vom anhaltenden Öffnungsprozess in China profitieren.

Wie sollten Anleger die Meldungen zu Entlassungen der Tech-Unternehmen werten? Die Konzerne im Technologiektor galten lange als Wachstumsunternehmen, die gegen den Konjunkturzyklus immun waren. Inzwischen ist jedoch klar geworden, dass sie stark von den Werbeausgaben abhängen, die naturgemäss zyklisch sind. In schwierigen Zeiten gehören die Werbeausgaben oft zu den ersten Kostenfaktoren, welche Unternehmen kürzen. Die Entlassungen sind auch eine Folge des Personalüberhangs während der Coronapandemie, denn die Unternehmen hatten mit einem neuen Wachstumstrend aufgrund von Telearbeit, Digitalisierung und vermehrtem Home Entertainment wie Streaming-Diensten gerechnet. Diese Trends haben sich jedoch nicht wie erwartet eingestellt. Aus makroökonomischer Sicht könnten sich die Entlassungen auf die Konsumausgaben auswirken, aber der Effekt dürfte relativ gering ausfallen.

Markttechnik

Leonteq und Partners Group

Auch wenn es manchmal einen anderen Anschein erwecken mag: Wir Analytiker kennen die Zukunft nicht, wir sind keine Hellseher. Manche versuchen das zu kaschieren, indem sie eloquent die Gründe für zurückliegende Marktbewegungen benennen. Andere fassen Indikatorenverläufe in Worte.

Ich gehöre dagegen zu der Gruppe, die den Chart zu Aufklärungszwecken einsetzt und sich deshalb zutraut, mehr oder weniger plausible Weiterentwicklungsszenarien zu erkennen. Manchmal sind sie so eindeutig, dass sich der Investor in Windeseile seine Rechnung machen kann.

Wohl kein Aufwärtstrend

Bei der Aktie von Leonteq ist eine solche Leichtigkeit nicht mehr gegeben. Unter dem Link am Ende des Artikels ist nachzulesen, wie die Situation Mitte November war. Nach dem Kursanstieg enthält die Rechnung nun aber andere Variablen. Evidenz für die These, dass die Leonteq-Aktie auf einem neuen Aufwärtstrend reitet, gibt es nicht. Deshalb, und weil es die einzig plausible Alternative ist, möchte ich mit der Hypothese arbeiten, dass der Kursanstieg von einer Erholung getragen wird.

Weshalb die Kurse steigen, wird manchem Investor egal sein. Manchmal gibt es zwischen den Szenarien einen Gleichlauf, dann spielt das über weite Strecken auch keine Rolle. Bei Leonteq gabeln sich jetzt aber die Wege. Was ist nun zu tun? Machen Sie es am besten wie vor der Strassenkurve, um die man nicht herumschauen kann. Nehmen Sie Tempo raus.

Im günstigsten Fall dürfte die Aktie, nach einer bald einsetzenden Korrektur, ab tieferem Niveau erneut nach

oben ziehen. Im ungünstigsten Fall bewahrt sich die Erholungshypothese. Dann läge das aktuelle Pricing deutlich über dem, was in einigen Monaten am Markt bezahlt wird.

Kurs noch nicht tief genug

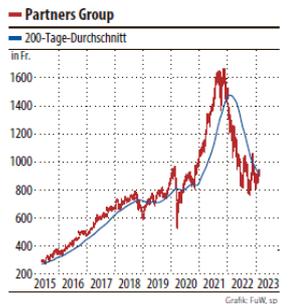
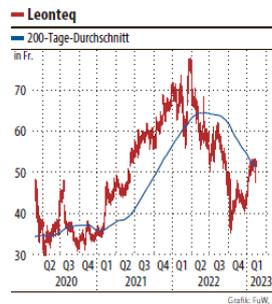
Die Aktie von Partners Group fällt seit September 2021 und ist auch heute noch 30% günstiger als vor 365 Tagen. Ein letztes, auf Abholung wartendes Schnäppchen? Der Preis ist zweifellos tief. Aber wahrscheinlich noch nicht tief genug, damit temporär steigende Kurse die Rückkopplungseffekte auslösen könnten, aus denen Trends bestehen. Seit sieben Monaten fällt deswegen jede Avance früher oder später in sich zusammen.

Tiefere Kurse würden das schwelende Problem wahrscheinlich lösen und der Aktie letztlich den Nachfrageüberhang beschneiden, den sie zur Etablierung eines neuen Aufwärtstrends benötigt. Aus den Dimensionen der seit Frühjahr 2022 anhaltenden Seitwärtsbewegung schliesse ich, dass ein Marktpreis um 700 Fr. dazu ausreichen dürfte. Es gibt verschiedene Möglichkeiten, wie sich ein Investor taktisch entsprechend ausrichten kann.

Ein direktes Ausscheren aus der Seitwärtsbewegung scheint mir aus den erwähnten Gründen eher unwahrscheinlich. Aber nicht nur tiefere Preise vermögen die Nachfrage zu erhöhen, sondern auch ein verändertes Mindset der Marktteilnehmer. Das wäre dann aber zeitig an einer sich verändernden Verhaltensweise zu erkennen.

ROLAND VOGT, www.invest.ch/fuw

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



Meinungen zur Börsenlage

Siemens, Roche

Der Börsenaufschwung sollte nicht zu falschen Schlüssen verleiten. In der Aktienauswahl ist umsichtig vorzugehen. Die starke Ausrichtung von Siemens auf strukturelle Wachstumstrends in Automatisierung, Elektrifizierung und Digitalisierung versetzt das Unternehmen in eine gute Position, um das organische Umsatzwachstum des Sektors zu übertreffen. Kaufenswert sind auf dem derzeitigen Niveau auch die Aktien von Alphabet (Google). Das Unternehmen hat eine marktbeherrschende Stellung auf dem Such- und digitalen Werbemarkt. Ein Kauf sind auch die Aktien von Roche, dem Marktführer in Onkologie, vor allem mit zielgerichteten monoklonalen Antikörpern. Das KGV von 14 entspricht dem Zehnjahresschnitt. Auch die nachhaltige Dividendenrendite von 3,2% ist ansprechend.

VT WEALTH MANAGEMENT

zögerung an die Kunden weitergeben können, gerieten die Margen unter Druck: In den USA und Europa stieg der Umsatz zwar leicht, der Gewinn sank jedoch. Weil der Margendruck im ersten Halbjahr 2023 anhalten dürfte, sehen wir kurzfristig wenig Aufwärtspotenzial an den Aktienmärkten. Wir belassen die Aktienquote zwar auf neutral, bevorzugen jedoch defensive Qualitätswerte wie Roche oder Zurich Insurance.

BANK CICH SCHWEIZ

Semiliquide

Semiliquide Privatmarktanlagen sind zunehmend beliebt. Auf dem Papier versprechen diese Vehikel mit unbegrenzter Laufzeit – «Evergreen» – ein Win-Win. Anbieter erschliessen einen neuen Absatzkanal und Privat Anleger gewinnen Zugang zur Welt von Private Equity & Co. Zudem wird eine höchst illiquide Anlageklasse handelbar gemacht. Evergreens bieten monatliche oder quartalsweise Liquidität. Schlagzeilen machen sie stets dann, wenn der Liquiditätsmechanismus auf die Probe gestellt wird, meist bei erhöhter Volatilität und fallenden Aktienmärkten. Zuletzt traf es private US-Immobilienfonds. Sie limitierten die Rücknahme von Anteilscheinen, weil zu viele Anleger gleichzeitig den Ausgang suchten. Anleger sollten sich bewusst sein: Bei der Liquidität liegt die Betonung auf «semi».

KAISER PARTNER PRIVATBANK