«US-Aktien sind nicht übermässig hoch bewertet»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT LORI HEINEL Die Anlagechefin von State Street Global Advisors bevorzugt den US-Aktienmarkt und ist bei Engagements in China inzwischen sehr vorsichtig.

Als globale Chief Investment Officer leitet Lori Heinel die Anlagestrategie von State Street Global Advisors. Im Asset Management des weltweit viertgrössten Vermögensverwalters State Street werden Indexfonds- und ETF-Strategien konzipiert, aber auch aktive Portfolios verwaltet.

Frau Heinel, an den Märkten, konjunkturell und geldpolitisch, ist die Lage etwas unübersichtlich. Wie beurteilt State Street Global Advisors, SSGA, die Situation?
Wir glauben nach wie vor, dass die Notenbanken und vor allem das Fed genug unternommen haben, um die Inflation einzudämmen. Die Teuerung wird weiter zurückgehen. Gleichzeitig sehen wir ein langsames Abflachen des Wachstums. Anfang 2024 werden wir in die Nähe einer Rezession kommen. Dank des immer noch robusten Konsumverhaltens besonders hier in den USA werden wir aber stabile Konjunkturdaten zum dritten Quartal sehen. Vor diesem Hintergrund sind wir zwar optimistisch, aber auch vorsichtig.

Dies klingt eher nach sanfter Landung.
Die USA dürften keine Rezession erleben, aber eine starke Eintrübung der Wirtschaft. Wir erwarten 0,7% Wachstum im nächsten Jahr. Dies setzt aber voraus, dass das Fed die Zinsen nicht mehr deutlich anheben wird. Wir glauben, es sollte die Zinsen nicht weiter erhöhen, denn der Markt ist immer noch verletzlich. Doch möglich bleibt es. 2024 indessen wird das Fed die Zinsen unserer Meinung nach um 200 Basispunkte senken müssen.

Im Frühling empfahlen Sie Anleihen. Ist es dabei geblieben?
Bei Unternehmensanleihen sind uns die Risiken gemessen an den Spreads zu hoch – umso mehr, wenn Cash-Instrumente, also Staatsanleihen mit weniger als einem Jahr Laufzeit, zwischen 5 und 6% Rendite abwerfen. Deswegen halten wir mehr solcher Cash-Instrumente als üblich. Wir bevorzugen auch Staatsanleihen mit langer Laufzeit, denn bei den derzeit hohen Renditen erachten wir das Gewinn-Verlust-Verhältnis bei einer wirtschaftlichen Eintrübung als ansprechend. Die langlaufenden Anleihen haben aber vor allem auch die Funktion einer Absicherung.

Auf lange Sicht schlagen Sie Aktien aber nicht in den Wind?
In unserer taktischen Zuteilung von Anlageklassen haben wir bei Aktien ein Übergewicht. Dieses bilden wir derzeit aber fast ausschliesslich mit dem Aktienmarkt in den USA ab.

Was spricht für den US-Aktienmarkt?
Uns gefallen Technologiedienstleistungen. Auch die Nicht-Basiskonsumgüter bleiben ein Lichtblick. Wir bevorzugen den US-Aktienmarkt, obwohl Wachstumstitel relativ teuer sind, aber unserer Ansicht nach nicht zu teuer. In diesem Punkt sind die USA in einer besseren Position als die Märkte in Europa und Asien. Eine Rolle spielen aber auch spezifische US-Themen wie das Konjunktur- und Klimatechnologieprogramm Inflation Reduction Act, der unter anderem auch dem Industrie- und dem Energiesektor eine gewisse Unterstützung bietet.

Welche US-Sektoren sehen Sie skeptischer?
Wir haben gesehen, dass Aktien aus dem Finanzsektor in den vergangenen Monaten die eine oder andere Stresssituation durchgemacht haben. Schwierig ist auch die Lage bei den Versorgern, nachdem wir Waldbrände in Kalifornien und Hawaii erlebt haben. Zudem hat sich das Sentiment in den USA wieder etwas stärker gegen Value-Papiere gewendet.

Der Markt in den USA ist zuletzt ein kleines Stück breiter geworden, aber die Konzentration bei grosskapitalisierten Technologietiteln ist immer noch beträchtlich.
Es war ermutigend, dass der Markt wieder etwas breiter geworden ist. Wenn ein Markt nur von einigen ganz wenigen Namen angetrieben wird, wird er anfälliger für Verwerfungen – ausserhalb unserer taktischen Gewichtung, in aktiv gemanagten Portfolios, sind wir bei diesen grossen Namen generell auch untergewichtet.

BILD: ZVG

«Derzeit halten wie mehr Cash-Instrumente als üblich.»

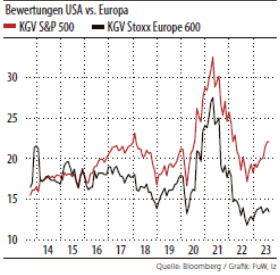
Aber trotzdem solch grosser Optimismus für den US-Markt?
Sicherlich sehen wir gewisse Gefahren, denen der Markt ausgesetzt ist: Die Ersparnisse werden kleiner, in den unteren Einkommensschichten wird der Druck höher, und das Lohnwachstum dürfte sich etwas abschwächen. Für den US-Markt spricht aber dennoch, dass neben dem Konsumverhalten auch der Arbeitsmarkt in einer sehr gesunden Verfassung ist.

«Wir empfehlen Anlegern, China aus ihrer Strategie in Schwellenländern herauszulösen, um mehr Flexibilität zu erhalten.»

Sie sagen, Wachstumssektoren seien noch nicht zu teuer. Aber muss man sich über die Bewertungen am US-Markt nicht doch Gedanken machen?
Der Markt ist willens, für Wachstum zu bezahlen, wo er es sieht. Qualität, wie wir sie derzeit suchen, kann in vielen Formen daherkommen. Wichtig sind starke Bilanzen, tiefe Cashflow-Volatilität oder ein stabiler Absatzmarkt – am besten «Burggraben-Unternehmen». Bei grosskapitalisierten Technologiewerten sehen wir den Qualitätsaspekt allerdings eher bei den Dienstleistungen als bei den Produkten.

Was sind für Sie vernünftige Bewertungen?
Wären wir tatsächlich besessen von tiefen Bewertungen, wären wir wohl nicht in den USA übergewichtet. Die US-Bewertungen sind zwar hoch – dennoch würde ich nicht sagen, dass der Markt exzessiv überbewertet ist.

US-Aktien sind teurer



Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, lz

Vor einigen Monaten noch sah SSGA die europäischen Aktienmärkte positiver, unter anderem wegen der tieferen Bewertungen. Was hat zum Sinneswandel geführt?
Wir dachten, im Ukrainekrieg komme es schneller zu einer Lösung. Die Probleme mit den Energieimporten sind noch nicht ganz gelöst. Zudem sind die Volkswirtschaften in Europa stärker an China mit seinen Konjunkturproblemen und geopolitischen Themen gebunden als die USA. Dies macht uns vor allem etwas vorsichtiger bei Industrietiteln. Und die Europäische Zentralbank ist noch nicht am Ende mit den Zinsstraffungen. Wir sind bei Europaaktien dennoch übergewichtet, aber nicht mehr in dem Ausmass wie vor einigen Monaten.

Sie fürchten sich zwar nur bedingt vor den höheren Bewertungen in den USA – aber sprechen tiefere Bewertungen nicht immer noch auch für Aktien aus den europäischen Märkten?
Uns macht generell die Abschwächung der globalen Konjunktur bei der Betrachtung von Europaaktien etwas Sorge. Es stimmt, Europatitel haben einen ausgeprägteren Value-Charakter als amerikanische. Wir haben inzwischen aber mehr als vor einigen Monaten die Befürchtung, dass sie stärker unter Druck geraten. Unternehmen mit höherer Schuldenlast dürften ab 2025 grössere Probleme bei der Refinanzierung bekommen.

Aber wo sehen Sie Gelegenheiten?
Auch in Europa interessieren uns, wie in den USA, die Nicht-Basiskonsumgüter. Uns gefallen Fluggesellschaften, Reiseunternehmen und einige der sehr hoch im Luxussegment angesiedelten Gesellschaften, die ja auch über eine beträchtliche Preissetzungsmacht verfügen. Bei den Finanzaktien in Europa bevorzugen wir speziell die Versicherer. Auch im Energiesektor sind wir wieder etwas optimistischer geworden, nachdem dort die Bewertungen eine Zeit lang hoch waren. Etwas vorsichtiger sind wir bei Pharmaaktien geworden, aber dies liegt vor allem an den Bewertungen und dem Mangel an Blockbuster-Medikamenten. Letzteres kann sich jedoch schnell ändern.

Bei den Schwellenländern ist SSGA seit längerem skeptisch. Fühlen Sie sich durch die jüngsten Probleme in China bestätigt?
Wir sind in Asien untergewichtet – zumindest taktisch. Das Wachstumsbild sieht nicht vorteilhaft aus. Wir sehen wenig Sentiment, das die asiatischen Märkte stützen könnte.

Gibt es Unterschiede zwischen Ländern?
China ist in eine Phase unterdurchschnittlichen Wachstums gelangt, die sich hinziehen wird. Das Land wird die Immobilienkrise eher schrittweise und damit langfristig angehen. Es will so etwas wie ein «reinigendes Gewitter» vermeiden, obwohl Instrumente für ein beherztes Eingreifen verfügbar sind.

Was heisst dies für China-Investments?
Abgesehen von der taktischen Gewichtung empfehlen wir den Anlegern, China aus ihrer Schwellenländerstrategie herauszulösen. Das gibt ihnen die Flexibilität, China spezifisch unter- oder überzugewichten, da es einen so grossen Teil des gesamten Schwellenlandindex ausmacht. In unseren aktiv gemanagten Portfolios hingegen sind wir durchaus konstruktiv für Japan.

Trauen Sie dem Hype um den japanischen Markt?
Japan ist in der Lage, Arbeitskräfte sehr effizient einzusetzen. Japans Geldpolitik ist immer noch sehr locker, was Vor- und Nachteile hat. Doch die jüngst vollzogene Ausweitung des Zinsbandes durch die Bank von Japan bringt Kapital zurück ins Land, was auch dem Aktienmarkt zugutekommt.

INTERVIEW: MARC FORSTER

Markttechnik

Öl zieht wieder an

Den Rohölpreis technisch zu analysieren ist ein ganz anderes Unterfangen als die Aktienmärkte diesem Verfahren zu unterziehen. Die Vernetzung, die bei der Aktienmarktanalyse so wichtig ist, kann im Rohölbereich nur in sehr geringem Umfang betrieben werden. So reduziert sich der Versuch, hinter die Fassade des Ölmarktes zu blicken, auf Momentum und Volatilität.

Zur Messung von Momentum gibt es eine ganze Reihe von Indikatoren. Sie leiden alle daran, dass eine bestimmte Messperiode gewählt werden muss. Die Praxis zeigt aber, dass die optimale Periode selbst für dasselbe Produkt zu unterschiedlichen Zeiten auch sehr stark differieren kann.

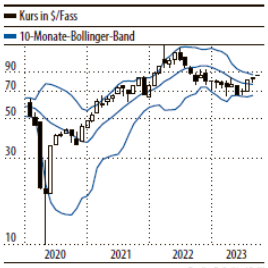
Momentum nach Mass

Die aus Japan stammende Methode, die Kursbewegungen einer Zeiteinheit in einem einzigen Symbol darzustellen, erlaubt sozusagen «Momentum nach Mass» zu beurteilen. Besonders hilfreich in dieser Hinsicht sind die als Kerzen bezeichneten Symbole, welche die Preisspanne eines ganzen Monats umfassen. Je nach Fragestellung kann man auch auf kürzere Einstellungen gehen.

Die Kerzen bestehen aus einem sogenannten Körper und einem sogenannten Schatten. Der Körper ist breit, der Schatten ein dünner Strich. Ein weisser Körper zeigt den Eröffnungs- und den Schlusskurs und die als Schatten bezeichneten Striche den Höchst- und Tiefstkurs der Periode.

Die schwarzen Körper stellen den Eröffnungskurs oben und den Schlusskurs unten dar und die Schatten oben und unten jeweils die Höchst- und die Tiefstkurse der Periode.

Rohöl WTI



Quelle: Refinitiv / FuW

Die Schwierigkeit mit den Kerzen besteht darin, dass man wissen muss, wann sie ein Signal bedeuten und wann nicht. Um diese Aufgabe zu erledigen, sind die Bollinger-Bänder sehr hilfreich. Vereinfacht gesagt, bedeuten Kerzen innerhalb einer stabilen Bandbreite nichts. Auch nicht Kerzen, die am oberen oder unteren Rand der Bandbreite kleben. Wenn aber in einem Aufwärtstrend das untere Band nach unten abdreht und das obere nach oben, wie zwischen März und Mai 2022, muss man Ausschau halten nach Signalen, dass der Trend zu Ende geht.

Wir sehen eine Kerze mit einem sehr grossen oberen Schatten im März, gefolgt von zwei weissen Kerzen, die innerhalb des Bandes schlossen, während das Band eine Blase bildete. Das war eine technisch schwache Erholung und damit eine Warnung, deren Gültigkeit im Juni bestätigt wurde mit der schwarzen Kerze bei sich schliessendem Bollinger-Band.

Bullen gewinnen Gewicht

Danach setzte ein Abwärtstrend ein bis Mai 2023. Das war die letzte grosse schwarze Kerze. Dieser gingen vier schwarze Kerzen mit grossem Schatten voraus, begleitet von einer relativ kleinen Blasenbildung im 10-Monate-Bollinger-Band. Das war das Protokoll eines Handels, in welchem das Abwärtsmomentum abnahm.

Die vorletzte schwarze Kerze stellte einen ersten Versuch der Bären dar, die Oberhand im Markt zu gewinnen. Er scheiterte am noch fallenden 10-Monate-Durchschnitt. Das ermutigte die Bären zu einer Attacke, die sichtbar ist an der letzten grossen schwarzen Kerze. Diese letzte Attacke der Bären war nicht erfolgreich.

Die seither entstandenen weissen Kerzen demonstrieren, dass die Partei der Bullen an Gewicht gewinnt. Das spricht dafür, dass der Ölpreis den Abwärtstrend hinter sich gelassen hat und zu einem zunächst noch moderat ausbildenden Aufwärtstrend ausholt.

ALFONS CORTÉS, www.alfonscortes.com

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

Meinungen zur Börsenlage

Straumann

Während des Jahres haben wir der Aufwärtsbewegung nicht uneingeschränkt Vertrauen geschenkt. Die gegenwärtige Korrektur hat wahrscheinlich noch nicht ihren Abschluss gefunden, was weitere Kursrückgänge zur Folge haben könnte. Immerhin muss ein Crash derzeit nicht befürchtet werden. Dazu läuft es zu gut. Zudem könnte die Schwäche in China positive Auswirkungen auf die Inflations- und Zinserwartungen haben. Wenn die Rohstoffpreise zurückkommen, lässt das eher Raum auf der Zinsseite – obwohl beim Öl die Opec darauf bedacht ist, Angebot und Nachfrage im Gleichgewicht zu halten. Das ist auch der Grund, weshalb wir für Energiewerte neu eine Übergewichtung empfehlen. Wir mögen nach wie vor den Gesundheitssektor. Auch für Consumer Staples sind wir positiv gestimmt. Was den Schweizer Aktienmarkt betrifft, so hält sich dieser trotz oder gerade wegen dem starken Franken gut. Zu unseren bevorzugten Titeln gehören BP, Pernod Ricard und Straumann. **VT WEALTH MANAGEMENT**

Dividendentitel

Wer auf Ertrag angewiesen ist und ruhig schlafen will, kauft Obligationen, so die allgemeine Meinung. Beides stimmt nur bedingt, wie man im letzten Jahr feststellen konnte. Nachdem der Swiss Bond Index (AAA-BBB) 2022 12% verloren hatte, legte er seit Jahresbeginn wieder rund 4% zu. Geht die Erholung in diesem Tempo weiter, dauert es nochmals rund zwei Jahre, bis die Verluste kompensiert sind. Obwohl die Zinsen auch in der Schweiz massiv gestiegen sind, rentiert der Anleihenmarkt lediglich 1,6%. Demgegenüber weist der Schweizer Aktienmarkt gemessen am SPI eine Dividendenrendite von 3% auf. Zwar ist sie nicht stabil und bewegt sich mit den Aktienkursen, jedoch ist die Ausschüttung in Franken und steigt praktisch kontinuierlich. Schweizer Aktien bieten als Realwerte Inflationsschutz und überdurchschnittliches Einkommen via Dividende. Uns gefallen in diesem Kontext ABB, Holcim und Zurich Insurance. **BANK CIC SCHWEIZ**

Defensive Aktien

Der konjunkturelle und geldpolitische Gegenwind hält an. Hinzu kommt nun noch ein saisonaler Effekt. Der September gehört historisch zu den schwächsten Börsenmonaten. Im Durchschnitt hat der SMI seit 1987 in den ersten vier Herbstwochen 2,3% an Wert eingebüsst. Anlagetaktisch empfehlen wir dementsprechend eine Untergewichtung von Aktien. Sowohl bei Zyklikern als auch einigen grosskapitalisierten Technologiewerten sehen wir Rückschlagsrisiken. Allerdings bietet die sehr heterogene Entwicklung an den Börsen auch Chancen. Attraktive Kaufgelegenheiten sehen wir bei defensiven Qualitätswerten, die seit Jahresbeginn Federn lassen mussten. Dazu gehören in der Schweiz die Aktien von Roche, Zurich Insurance, Barry Callebaut und Orior. **RAIFFEISEN SCHWEIZ**