

«Europäische Aktien sind nun weniger interessant»

INTERVIEW MIT DANIEL MURRAY Der stellvertretende Anlagechef von EFG Asset Management nimmt vorsichtigere Positionen bei europäischen und asiatischen Aktien ein.

Die Regierung in Washington hat Anleger daran erinnert, dass US-Vermögenswerte nicht völlig risikofrei sind und dass Diversifizierung sinnvoll ist», erläutert Daniel Murray, Vize-CIO und Global Head of Research bei EFG Asset Management. Dennoch vertraut er auf die Ertragskraft amerikanischer Unternehmen. Der Vermögensverwalter EFG Asset Management betreut derzeit 165,5 Mrd. Fr. an Kundengeldern weltweit.

Herr Murray, der Mai war für die meisten Finanzanlagen ein starker Monat. Der S&P 500 verzeichnete mit 6,3% den grössten Zuwachs seit achtzehn Monaten. Halten Sie dies für gerechtfertigt?

Zu Beginn des Jahres sahen die Märkte gut aus, dann kam plötzlich dieser Zollschock, der vor allem US-Anlagen stark belastete. Zugebenermassen gibt es immer noch eine Vielzahl möglicher Ausgänge des Handelskriegs, doch nach der anfänglichen Unsicherheit, die auf die Ankündigungen von Trump Anfang April folgte, ist nun mehr Klarheit eingetreten. Einige der extremeren Massnahmen, von denen wir dachten, dass sie umgesetzt werden würden, wurden zurückgenommen, und es ist nun sehr unwahrscheinlich, dass das vollständige System gegenseitiger Zölle eingeführt wird. Diese Verringerung der Unsicherheit hat den Aktien zu einer Erholung verholfen.

Sie halten die Erholung der US-Aktien angesichts der derzeitigen Entwicklungen also nicht für besonders überraschend?

Die schlimmsten Befürchtungen hinsichtlich der Zölle sind vorbei, und es wird wahrscheinlich weder zu Zöllen von 145% auf chinesische Waren noch zu den angeordneten umfassenden Gegenzöllen kommen. Diese Worst-Case-Szenarien sind bereits eingepreist.

Aber das Umfeld bleibt sehr unsicher?

Die Märkte mögen keine Unsicherheit. Wenn wir wüssten, wie es mit den Zöllen weitergeht, wäre das eine erhebliche Erleichterung, denn dann könnten die Märkte beginnen, dies angemessen einzupreisen. Die Wahrscheinlichkeit extremer Szenarien ist zwar zurückgegangen, aber je länger die Unsicherheit anhält, desto mehr werden Unternehmen reagieren. Es ist schwierig zu planen, wenn unklar ist, wie sich die Zollsituation entwickeln wird. Bislang sind die Auswirkungen begrenzt. Investitionsausgaben und die Einstellung neuer Mitarbeiter sind stabil. Wir sollten uns jedoch nicht darauf ausruhen.

In einem Monat läuft die Zollpause aus. Wie geht es danach weiter?

Die Pause endet am 9. Juli. Das US-Handelsgericht hat kürzlich entschieden, dass die gegenseitigen Zölle rechtswidrig sind, obwohl diese Entscheidung aufgrund einer Berufung des Weissen Hauses wiederum schnell ausgesetzt wurde. Wenn die Entscheidung des US-Handelsgerichts bestätigt wird, werden die gegenseitigen Zölle auf null sinken. Was nach Ablauf der Aussetzung geschieht, ist somit irrelevant. Sollte die Entscheidung aufgehoben werden, gehe ich davon aus, dass die Aussetzung der Zölle um mindestens weitere neunzig Tage verlängert wird. Die produktspezifischen Zölle bleiben legal, da sie unter einen anderen US-Gesetzeskodex fallen, der die Verdopplung der Zölle auf Stahl und Aluminium erlaubt hat.

Warum sollte die Aussetzung verlängert werden?

Es gibt Leute in der US-Regierung, die erkennen, dass Zölle sehr schädlich sein könnten. Finanzminister Besent beispielsweise ist aufgrund seines Hintergrunds als Investor sehr marktbewusst. Er scheint zwar das Prinzip der Zölle zu unterstützen, aber auch zu erkennen, dass eine extreme Zollpolitik nicht gut für die US-Wirtschaft ist.

Wie sieht Ihre vor diesem Hintergrund empfohlene Portfoliozusammensetzung für einen Privatanleger aus?



«Wir sind global leicht Übergewichtet in Aktien, da die Zollsicherheit abnimmt.»

Ich stütze mich bei diesen Aussagen auf ein standardmässiges ausgewogenes Mandat. Wir sind weltweit leicht Übergewichtet in Aktien, da wir davon ausgehen, dass die Unsicherheit hinsichtlich der Zölle abnehmen wird. In einem solchen Szenario rechnen wir mit einer weiterhin robusten Entwicklung der Weltwirtschaft und der US-Wirtschaft. Das hat eindeutig positive Auswirkungen auf die Gewinne, die wir in dieser Situation für solide halten. Es könnte durchaus sein, dass sich der Marktfokus in einigen Monaten, wahrscheinlich im vierten Quartal oder etwas früher, von den Zöllen abwendet. Dann werden fiskalische Fragen in den Fokus rücken.

«Die Schweiz bleibt ein attraktiver Investitionsstandort.»

Haben Sie regionale Präferenzen hinsichtlich des Aktienengagements?

Bis vor etwa einem Monat waren wir in US-Aktien deutlich Übergewichtet und in Asien und Europa Übergewichtet. Seitdem haben wir jedoch die Übergewichtung in Europa und Asien reduziert und sind bei US-Aktien in eine neutralere Position gewechselt, wobei wir den jüngsten Ausverkauf von US-Titeln als Gelegenheit zur Neupositionierung genutzt haben. Ebenso bot die jüngste Outperformance europäischer und asiatischer Aktien die Möglichkeit, diese Übergewichtung zu reduzieren. Infolgedessen sind wir uns internationaler Sicht neutraler positioniert. Darüber hinaus haben wir japanische Aktien untergewichtet, da wir angesichts der eher restriktiven Geldpolitik der Bank of Japan davon ausgehen, dass der Yen stark bleiben wird. Der Yen und der Aktienmarkt sind in der Regel stark negativ korreliert.

Sind die Bewertungen derzeit fair? Im Schnitt scheinen die meisten Märkte weltweit fair bewertet zu sein. Es gibt Teile des Marktes, die noch etwas teurer erscheinen, und Teile, die etwas günstig erscheinen.



nen. Bis vor kurzem bestand der MSCI World zu 70% aus US-Aktien, was hoch erscheint. Jetzt ist dieser Anteil auf 67% gesunken, was wahrscheinlich immer noch zu hoch ist, aber zumindest geht es in die richtige Richtung. Die US-Regierung hat Anleger daran erinnert, dass US-Vermögenswerte nicht völlig risikofrei sind und dass Diversifizierung sinnvoll ist. Diese Diversifizierung bedeutet zwar, dass man nicht immer die maximale kurzfristige Performance erzielt, aber auf lange Sicht wird sich die Diversifizierung aufgrund der Risikostreuung auszahlen.

Wie beurteilen Sie den Optimismus der Anleger in Bezug auf europäische Aktien?

Die Gewinnaussichten für Europa sehen gut aus, nicht zuletzt, weil die Handlungssituation heute weniger unsicher ist als noch vor einem Monat. Allerdings gibt es drei einschränkende Faktoren: erstens den stärkeren Euro, der den europäischen Exporten entgegenwirkt. Zweitens hängt die Gefahr von US-Zöllen weiterhin in der Luft, und bei den Handelsgesprächen gab es bislang kaum Fortschritte. Drittens basiert ein Grossteil der Aufbruchstimmung auf dem deutschen Fiskalpaket. Das erscheint zwar vernünftig, doch muss die neue Regierung nun auch liefern. Tut sie dies nicht, wird der Markt enttäuscht sein. Vor diesem Hintergrund und angesichts ihrer starken Outperformance in diesem Jahr sind europäische Aktien weniger interessant als noch vor sechs Monaten.

Europäische Verteidigungsaktien haben sich bislang als sehr rentable Anlage erwiesen. Sind sie weiterhin attraktiv?

Der Markt hat in Erwartung höherer Verteidigungsausgaben frühzeitig reagiert. In diesem Sektor ist bereits viel eingepreist. Das Thema Verteidigung wird wahrscheinlich über zehn oder zwanzig Jahre hinweg eine Rolle spielen, auch wenn die kurzfristige Dynamik weniger sicher ist. Für langfristige Anleger sieht der Sektor nach wie vor interessant aus.

Wie schätzen Sie die Schweizer Börse ein?

Die Schweiz hat sich eine sehr starke und dauerhafte Nische als Produzent hochwertiger Güter geschaffen, die auf dem internationalen Markt einen Aufpreis erzielen. Das wird sich nicht über Nacht ändern. Dieser Ruf wird bestehen bleiben und dafür sorgen, dass die Schweiz ein attraktiver Investitionsstandort bleibt. Er sorgt auch dafür, dass die Schweiz ihre Eigenschaften als sicherer Hafen behält. Gleichzeitig sollte sich die Schweiz aber nicht auf diesem Status ausruhen. Ich bin nicht besorgt, aber wie wir beim Brexit gesehen haben, an den ich mich persönlich nur zu gut erinnere, kann man sich leicht ins eigene Fleisch schneiden, wenn man in solchen Dingen nicht vorsichtig ist.

Sehen Sie ein Risiko für den Gewinn von Pharmaunternehmen, da Trump offenbart entschlossen ist, die Arzneimittelpreise in den USA zu senken?

Es dürfte zu einem gewissen Preis- und Ertragsdruck kommen. Ich glaube nicht, dass sich dies auf die USA beschränken wird, aber dort ist dieser Druck am stärksten. Allerdings altert die Bevölkerung sehr schnell, was der globalen Pharmaindustrie eine steigende Nachfrage beschert. Gleichzeitig werden Regierungen weltweit unter Druck geraten, regulierend einzugreifen, um sicherzustellen, dass die Menschen die Gesundheitsversorgung erhalten, die sie benötigen. Das ist ein globales Thema, das derzeit in den USA besonders ausgeprägt ist.

Empfehlen Sie in einem ausgewogenen Portfolio eine Allokation in Gold?

Wir haben mit rund 2% eine geringe Gewichtung in Gold. Gold ist ein Diversifikationselement. Privatpersonen, Unternehmen und Regierungen halten mehr Gold, weil sie weniger Dollar halten wollen. Dieser Trend dürfte sich fortsetzen.

INTERVIEW: SYLVIA WALTER

Markttechnik

Nasdaq 100 in Dollar und Franken

Dem Nasdaq 100 fehlen zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Beitrags offiziell noch knapp 2%. Dann würde er ein neues Allzeithoch erreichen. Wer genau hinsieht, erkennt jedoch die Fussangel.

Nach meinem vierwöchigen Asienurlaub habe ich am vergangenen Wochenende die Charts geprüft und nicht schlecht gestaunt. Während der Euro Stoxx 50, der Deutsche Aktienindex (Dax) und der Swiss Market Index (SMI) die ganze Zeit über stagnierten, haben sich die US-Börsen ins Zeug gelegt. Und schon flammt da und dort einmal mehr die altbekannte Fomo – Fear of Missing out – auf. Wegen einer kognitiven Verzerrung.

An den Kurstafeln und in den Charts wird bei den Indizes dasselbe angezeigt wie bei den Aktien. Nämlich der Preis. Beim S&P 500 und beim Nasdaq 100 ist dieser in Dollar ausgeschrieben. Das macht den Unterschied.

Ein schwächerer Dollar verteuert alles, was gegen Dollar gehandelt wird. Das gilt für Tomaten und Bananen in den USA ebenso wie für Aktien und Indizes. Ich weiss nicht, wer die Idee in die Welt gesetzt hat, dass es bei Indizes um Wert-Punkte gehe und warum dies so oft nachgeplappert wird. Vielleicht, weil es die Anlagewelt einfacher erscheinen lässt, als sie in Wirklichkeit ist.

Deutlich unter dem Höchst

Die beiden Charts zeigen, was die Währung ausmacht. Aus der Sicht eines Anlegers, der in Franken investiert hat, müsste der Nasdaq 100 noch 12% zulegen, damit er bei einem Verkauf der Position wieder den gleichen Gegenwert

wie Mitte Februar erhält. Beim scheinbar weniger performanten SMI würden 7% genügen.

Wie geht es voraussichtlich weiter? In den Dollar- und Franken-basierten Charts haben sich in den vergangenen vier Wochen keilförmige Strukturen ausgebildet. Diese sind auch bei allen anderen grossen Indizes zu erkennen. Solche Wedges entstehen, wenn ein Trend bereits stark gesättigt ist und sich dem Ende zuneigt. Die hohe Marktsättigung lässt das Momentum sinken. Das macht den Markt wiederum kurzfristig schwankungsanfälliger.

Der Trend ist gesättigt

Dieser Zustand könnte noch eine Zeit lang anhalten und neue Hochs im Rennen gegen den Dollar mit sich bringen. Am langen Ende wird dieser Wedge aber genauso enden wie seine vielen Vorgänger und – in einem rasch ablaufenden Wechsel – die nächste Abwärtsbewegung mit sich bringen.

Den Nasdaq 100 muss man also nicht kaufen. Ausser, man will mitjubeln können, wenn dieser ein neues Punktehoch schreibt. Oder, wenn man im Dollarraum investiert bleiben muss und eine möglichst gute Kompensation für den Kaufkraftverlust des Dollars haben möchte. Wer den Nasdaq 100 kauft, kauft damit gleichzeitig den Dollar und geht damit in der Währung long. Genauso wie beim Kauf einer US-Immobilie oder von Gold.

ROLAND VOGT, [linkedin.com/in/rovogt](https://www.linkedin.com/in/rovogt)

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



Meinungen zur Börsenlage

Ypsomed

Ein klares Profil ist Gold wert. Besonders wenn sich dadurch die Aussichten für Wachstum und Profitabilität verbessern. Das ist bei Ypsomed der Fall. Nach dem Verkauf der Insulinpumpensparte fokussiert das Medizintechnikunternehmen nun voll auf Injektionssysteme, mit denen sich Patienten mit chronischen Krankheiten flüssige Medikamente selbst verabreichen. Zum Kundenkreis zählen fast alle grossen Pharmakonzerne, und immer mehr Therapien erfordern Injektionen. Ypsomed und der Mitbewerber SHL Medical führen diesen Nischenmarkt nahezu konkurrenzlos an. Das Unternehmen investiert bis 2030 über 1,5 Mrd. Fr. in Produktionsentwicklung und neue Werke. Nicht nur wächst das Geschäft, die Injektionssysteme sind auch hoch profitabel. Die operative Marge soll von derzeit 20 auf 30% steigen. Einer glänzenden Zukunft steht nichts mehr im Weg. **ACREVIS BANK**

Aktien von Colgate-Palmolive zugefügt. Das Unternehmen gewinnt weiter Marktanteile in Kernkategorien wie Körperpflege und Tiernahrung und profitiert vom guten Markenwert und von Innovationen. Stetiges Umsatzwachstum, die verlässliche Dividende sowie die disziplinierte Kapitalallokation sprechen zusätzlich für Engagements. Mit einem Umsatzanteil von über 40% in den Schwellenländern ist das Unternehmen gut positioniert, um von langfristigen Demografie- und Konsumtrends zu profitieren. **VT WEALTH MANAGEMENT**

Privatmärkte

Privatkapital umfasst Investitionen in nicht kotierte Unternehmen und Vermögenswerte. Dazu zählen Private Equity, Private Debt sowie Infrastruktur und Immobilien. Investoren – z. B. Pensionskassen, Family Offices, Versicherungen oder vermögende Privatpersonen – stellen Kapital ausserhalb öffentlicher Märkte zur Verfügung, um Unternehmen bei Wachstum, Restrukturierung oder Übernahmen zu unterstützen. Private Capital zielt auf langfristige Wertsteigerung und direkten Einfluss auf Unternehmensentscheidungen. Das Kapital ist deshalb in der Regel ebenfalls langfristig gebunden, oft rund zehn Jahre. Das Segment könnte noch länger gutes Wachstum aufweisen, nicht zuletzt dank der geringen Korrelation zu traditionellen Anlageformen. Einige Akteure sind börsennotiert, in der Schweiz z. B. Partners Group, wodurch eine indirekte Teilnahme an Privatmärkten möglich ist. **BASELLÄNDISCHE KBC**

Colgate-Palmolive

Die amerikanische Politik und vor allem der US-Präsident irritieren viele Anleger. Von einem Engagement sollten sie sich jedoch nicht abhalten lassen. Die amerikanische Wirtschaft und mit ihr der US-Aktienmarkt sind immer für eine Überraschung gut. Die Dollarschwäche birgt zwar ein gewisses Risiko. Das derzeitige Niveau des Dollars nimmt aber vieles vorweg. Wir haben unseren Portefeuilles unlängst die