

«Bewertungsausweitung bei Aktien in diesem Jahr»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT ANASTASSIOS FRANGULIDIS Der Leiter Multi Asset von Pictet Asset Management in Zürich präferiert Schwellenländer. Dies auch wegen China.

Herr Frangulidis, beginnen wir gleich mit der brennendsten Frage: Kann sich die jüngste Kursrally fortsetzen?
Wohl kaum, denn bei einer Baisse braucht es gewisse Voraussetzungen, damit die anschließende Erholung nachhaltig sein kann – und zwar entweder vonseiten der US-Notenbank in Form eines Fed Pivot oder eines guten Wirtschafts- und damit Gewinnwachstums, was sich derzeit aber noch nicht abzeichnet. So rechnen wir mit dem Tiefpunkt im Konjunkturzyklus kurz nach Jahresmitte. Wir werden am Rand der Rezession sein, ähnlich wie 2001.

Sieht es konjunkturell in Europa besser aus als in den USA?

Seit kurzem ja, das spiegelt sich etwa im Citygroup Surprise Index, der in den letzten Monaten positiv für Europa, dagegen immer schlechter für die USA ausfiel. Europas Konjunktur profitiert davon, dass der Winter mild ist und die Gaspreise markant gefallen sind. Zudem ist Europa ja ein wesentlich grösserer Nutzniesser vom Wegfall der chinesischen Coronamassnahmen als die USA. Und die Erholung in China dürfte gerade zu Beginn aufgrund der Nachholeffekte kräftig ausfallen. So liegen etwa die Konsumausgaben bei den Chinesen derzeit rund 25% unter ihrem langfristigen Trend. Das spiegelt sich auch in der Sektorrotation an den europäischen Märkten. So haben ja letztlich auch zyklische Sektoren wie die Grundstoffe oder manche Industrietitel stark zugelegt.

Aber spricht dies nicht für eine anhaltende Kurserholung an den Aktienmärkten, da das alles zyklische Werte sind?

Nein, es sind vor allem Marktbereiche, die speziell von der Coronaöffnung Chinas oder den tieferen Energiepreisen profitieren. Für die anderen Sektoren gilt weiterhin, dass sie mehr auf die USA ausgerichtet sind, deren Nachfrage nach zyklischen Produkten infolge der getrübteten Wachstumsaussichten schwach ist. Daher sind wir auch in unseren Portfolios bei Aktien weiterhin mehrheitlich defensiv ausgerichtet und setzen nur vereinzelt auf zyklische Werte, die von der Wachstumserholung in China profitieren werden.

Von der Dauer und dem Ausmass her war die Aktienkorrektur bis zum vierten Quartal eigentlich sehr typisch. Kann nicht jetzt alles schon überstanden sein?

Da die Korrektur bereits im Januar vor einem Jahr begonnen hat und zeitweise etwa 25% betrug, könnte man glauben, dass sie bald abgeschlossen sein sollte. Nur ist der entscheidende Unterschied zu den früheren Korrekturen, dass das Fed jetzt noch nicht eingreift und mit Lockerungsmassnahmen gegensteuert. Früher wurden solche schon ergriffen, bevor der Einkaufsmanagerindex ISM unter 50 Punkte abrutschte. Derzeit liegt er bei 48,4 Punkten – also im Kontraktionsbereich. Deshalb wird die Korrektur etwas länger anhalten, als es sonst der Fall wäre.

Also sind Sie nach wie vor untergewichtet im Aktienbereich und springen auch nicht auf den Kurserholungszug auf – anders als viele andere?

Anlageentscheide machen wir grundsätzlich nicht von solchen technischen, sondern von fundamentalen Faktoren abhängig. Und weil – wie geschildert – die fundamentalen Basisvoraussetzungen für eine nachhaltige Kurserholung bisher fehlen, sind wir bei den Aktien weiterhin untergewichtet. Wir sind aber nicht mehr so negativ gegenüber dieser Anlageklasse ausgerichtet wie letztes Jahr. Zwar dauert die im letzten Sommer begonnene Gewinnkorrektur an. Wir rechnen aber für den Verlauf des Jahres mit einer Bewertungserholung und damit mit einem besseren Umfeld für die globalen Aktien.

Der Zeitpunkt für den Aktieneinstieg wird in den nächsten Monaten kommen. Wie sieht Ihre Zinsprognose aus? Haben die Märkte recht, wenn sie von US-Zinssenkungen bereits im zweiten Halbjahr ausgehen?



Frangulidis: «Die EZB wird ihre Leitzinsen nicht über 3% anheben.»

Ausgehend von einer Terminal Rate von etwa 5% rechnen die Märkte mit einer Zinssenkung um 50 in diesem und um weitere 150 Basispunkte im nächsten Jahr. Das wird sich als etwas zu optimistisch erweisen. Denn das Fed wird kaum bis Ende dieses Jahres die Leitzinsen senken, es sei denn, die US-Konjunktur wird unerwartet tief in eine Rezession abtauchen. Nächstes Jahr wird es aber zu mehreren Leitzinssenkungen kommen.

Dann ist eine Bewertungsausweitung 2023 wohl kaum möglich?

Das ist interessant. Denn im späteren Jahresverlauf werden die Aktienmärkte von einer Bewertungsausweitung profitieren können, nachdem die Bewertungen im

«Nicht nur die Aktien-, auch die Anleihenmärkte der Schwellenländer sind interessant, in Hart- wie auch Lokalwährung.»

letzten Jahr massiv gefallen sind, etwa diejenige beim S&P 500 seit Ende 2021 von 22 auf derzeit 17,5 für das zwölf Monate vorausschauende Kurs-Gewinn-Verhältnis, und ihr Beitrag für die Aktien stark negativ war. Nun wird sich im Jahresverlauf das Verhältnis zwischen dem Wachstum der US-Liquidität und dem nominalen Wirtschaftswachstum aufgrund des weniger restriktiven monetären Umfelds erholen. Das ist die Überschussliquidität, die von der realen Wirtschaft nicht benötigt wird und den Kapitalmärkten zugutekommt. Denn das Fed wird im Jahresverlauf das Ende der Zinserhöhungen einläuten, was auch mit einer Verlangsamung respektive einem Stopp beim Fed-Bilanzabbau verbunden sein wird. Die Bewertungen werden deshalb steigen.

Wie geht es weiter mit den in Ungnade gefallenen amerikanischen Big Techs?

Erholung chinesischer Aktien



Wenn die langfristigen Zinsen in den USA nachgeben, dann werden auch sie davon profitieren, aber lange nicht mehr so stark wie früher. Viele Hausaufgaben werden bei ihnen noch weiterhin anstehen und einen ähnlichen Kursanstieg wie in den letzten Jahren verunmöglichen.

Können sich Anleger jetzt schon in Richtung Schwellenländer positionieren?

Ja, wir finden sie gegenwärtig sehr interessant, und zwar nicht nur ihre Aktien-, sondern auch und vor allem die Anleihenmärkte – dies sowohl in Hart- als auch in Lokalwährung. Ihre Währungen hatten sich im letzten Jahr gegenüber dem Dollar ja markant abgeschwächt und sollten sich jetzt im Zuge der erwarteten Kapitalzuflüsse erholen. Interessant sind die Schwellenländeranleihen aber auch, weil ihre Notenbanken diesen Zinserhöhungszyklus früher als das Fed begonnen hatten und nun global die Ersten sind, deren Leitzinsen bereits wieder gesenkt werden.

Welche Emerging Markets präferieren Sie im Aktienbereich?

Wenn Anleger nicht in den MSCI Emerging Markets insgesamt investieren möchten, wo China mit rund 30% ja bereits dominant vertreten ist, dann bieten sich Anlageinstrumente auf die asiatischen Schwellenländer an, die von der erwarteten Chinaerholung am meisten profitieren werden.

Wie sind Sie im Obligationenbereich positioniert, sowohl mit Blick auf Laufzeit und Bonität als auch auf Währung?

Wir bevorzugen Staatsanleihen und Unternehmensanleihen guter Bonität. Das Fed hat in den USA den Leitzinserhöhungszyklus früher als andere westliche Notenbanken eingeleitet und wird ihn auch früher beenden. Als Folge der verhältnismässig hohen Realverzinsung und der Kapitalgewinnerwartung insbesondere im Bereich längerer Laufzeiten erscheinen amerikanische Anleihen attraktiv. Für unsere Schweizer Kunden nehmen wir dabei meist eine Währungsabsicherung vor – zumal wir ja von einer schwächeren US-Devisen ausgehen.

Und mit Ihrer Franken-Euro-Prognose?

Real, also bereinigt um die Inflationsdifferenz der beiden Währungsräume, rechnen wir tendenziell mit einer Stärkung der Einheitswährung aufgrund der Zinspolitik. Denn die SNB wird bei einem Leitzins von 1,5 bis 1,75% einen Stopp einlegen, während die Zinserhöhungen der EZB weitergehen sollten. Ich glaube allerdings, nicht wesentlich über 3%, auch wenn die europäische Zentralbank derzeit eine eher falkenartige Kommunikationspolitik betreibt. Nominell wird sich in ihrem Austauschverhältnis 2023 wohl wenig ändern.

Wie sieht Ihre Hausmeinung zu Immobilien und Rohstoffen aus?

Bei Immobilien ist die Prognose einfacher als bei den Rohstoffen, deren Preise nicht nur von der sich abschwächenden globalen Nachfrage, sondern ja auch sehr von der Angebotssseite getrieben werden, die weniger einschätzbar denn je ist. Denn wichtige Rohstoffländer etwa im arabischen Raum sind heutzutage in ihren Entscheidungen wesentlich unabhängiger vom Westen als früher. Bei den Schweizer Immobilienfonds besteht nach der kräftigen Korrektur 2022 durchaus Potenzial – zumal infolgedessen auch das Agio stark zurückgekommen ist. Der globale Immobilienmarkt, der stark segmentiert ist und weniger von Immobilienfonds als vielmehr von -aktien abgebildet wird, entwickelt sich typischerweise im Schlepptau der Aktienmärkte und wird daher wohl erst im späteren Jahresverlauf interessant werden. Man sollte aber berücksichtigen, dass verschiedene überhitzte Immobilienmärkte, etwa in Schweden, eine deutliche Korrektur vor sich haben.

INTERVIEW: SUSANNE TOREN

Markttechnik

Was dem SMIM guttut

Die Konstituenten eines Index bestimmen dessen Kursverlauf, und der Index sorgt für die Stimmung. Daher ist es wichtig, jede Marktanalyse als eine Art Zangenbewegung zu organisieren: «Top-down» und «Bottom-up», wie es auf Neudeutsch heisst.

Die grössten Stimmungsmacher sind in New York: Der anachronistische Dow Jones Industrial Average und der moderne S&P 500 sorgen meistens für die Schlagzeilen, die das Kribbeln im Bauch und den Blick auf «Breaking News» steuern. Der SMIM kommt unter «ferner liefern» zum Zug.

Daher spielt die Bottom-up-Seite eine unglaublich wichtigere Rolle bei der Beurteilung des SMIM als der SMIM selbst. Und dazu kommt noch der Einbezug der «Verwandtschaft»: das Verhalten anderer Indizes mittel-gross kapitalisierter Marktsegmente, beispielsweise MDax relativ zum Dax oder Euro Stoxx Mid-Caps relativ zum Euro Stoxx 50.

In die Breite gehen

Das gehört alles zu meinem Credo, dass die sogenannte technische Analyse nur dann Sinn macht, wenn sie dort ansetzt, wo die in die Tiefe gehende fundamentale Analyse eine Lücke hat: in der Breite. Wenn ich also alles zusammenfasse, was zu meiner vernetzten markttechnischen Analyse gehört, komme ich zum Schluss, dass die Phase relativer Schwäche des SMIM zum SMI und zum MSCI-Welt-Index der Vergangenheit angehört.

SMIM



Meinungen zur Börsenlage

Qualitätsaktien

Die meisten Börsenplätze sind sehr gut ins neue Jahr gestartet. Trotz schwächerer Konjunktur blicken die Märkte positiver in die Zukunft. Sei es wegen der Öffnung Chinas oder in Erwartung sinkender Zinsen. Dabei wurden europäische Titel bevorzugt, die immer noch günstiger erscheinen als ihre Pendanten in den USA. Für uns ist die Euphorie verfrüht. Die Notenbanken werden nicht so rasch von ihrer restriktiven Geldpolitik abrücken. Zudem scheinen uns nach wie vor zu hohe Gewinn-schätzungen in den Kursen eingepreist zu sein. Weitere Zinserhöhungen und rezessive Tendenzen mahnen zur Vorsicht. Trotzdem sehen wir niedrige Bewertungen in Qualitätstiteln und nehmen selektive Nachkäufe vor. Wir bevorzugen Unternehmen, die innovativ sind und ihre Margen halten können, beispielsweise Deutsche Post, Kingfisher, Siemens, SAP, LVMH und Adidas. Risikofähigere Anleger können Rolls-Royce und Nel Asa in Betracht ziehen.

NÜNLIST INVESTMENT MANAGEMENT

Dividendenaktien

Verlieren Aktienkurse an Schwung, gewinnt die Dividendenrendite an Bedeutung. In den Fokus rücken Titel, die mit stabiler oder gar steigender Ausschüttung punkten. Verlässliche Dividendenzahler strahlen Stabilität aus, gerade in unsicheren Zeiten, wenn Konsumenten sich einschränken und die Gewinnmargen der Unternehmen unter Druck geraten. Dividenden sind stabiler, weil sie selbst bei sinkendem

Es gibt mehr SMIM-Konstituenten, die in ihrem jeweiligen Sektor global gut abschneiden, als SMI-Konstituenten, die bei globaler Betrachtung ernsthafte Konkurrenten um anlagensuchendes Kapital darstellen. Es gibt neun Konstituenten des SMI, die relativ stark zum SMI sind, aber nur sechs, die relative Stärke zum SMIM aufweisen.

Ein kluger Bekannter, der ähnlich lange wie ich an den Aktienmärkten aktiv ist, prägte einmal den unvergesslichen Satz: «Wir sitzen in der vorersten Reihe im Welttheater.» Was wird im Welttheater aktuell gespielt?

Den Notstand überwinden

Das Stück heisst: Es führt kein Weg an Aktien vorbei. Die Zinsen sind gestiegen. Die Inflation auch. Immobilien, Kunst, klassische alte Autos, antike Möbel, Kryptowährungen und selbst Gold haben nicht das abgeliefert, was man unter dem Regime erhöhter Ungewissheit, gestiegener Inflation und angezogener Zinsen erwartet hat. Obligationen waren ein Desaster. Viele Aktien auch. Aber nicht alle.

In den letzten zwölf Monaten hat der SMI 11,5% verloren, der SMIM gar 20,6%. In der gleichen Zeit sind die Kurse von 31,16% der in der Schweiz kotierten Aktien gestiegen. Rund die Hälfte davon – um genau zu sein 14,88% – verzeichnen einen zweistelligen prozentualen Zuwachs. Dazu gesellen sich teils üppige Dividenden.

Mit anderen Worten: Der Anlagenotstand ist geblieben. Auch die höheren Zinsen sind vor und erst recht nach Steuern inflationsbereinigt negativ. Wer aufmerksam ist, merkt, dass es Unternehmen gibt, die trotz – einige vielleicht sogar wegen – veränderter Faktoren gedeihen. Und die Aktionäre gut behandeln. Solche Aktien sucht man.

Das ist die Botschaft aus der Breite der Aktienmärkte weltweit. In der Schweiz wird sie geteilt. Davon profitieren insbesondere viele Valoren mittelgrosser Unternehmen. Der SMIM ebenso.

ALFONS CORTÉS www.alfonscortes.com

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

Gewinn nur ungern gekürzt werden. Aber auch die dividendenstarken Unternehmen selbst sind meist überdurchschnittlich robust, verfügen sie doch über eine solide Bilanz und grosse Preissetzungsmacht, etwa weil sie Waren und Dienstleistungen vertreiben, auf die kaum verzichtet werden kann. Darum können sie auch im Umfeld mit hoher Inflation die Kosten weitergeben, ohne dass die Nachfrage einbricht – ein widerstandsfähiges Geschäftsmodell. Zu den Unternehmen mit solchen Attributen zählen wir Holcim, Baloise und Mobilezone.

ACREVIS BANK

Defensiv

Die Aktienmärkte sind meist freundlich in die neue Woche gestartet. Vor allem der technologiegetriebene Nasdaq setzte seinen guten Lauf fort. In China erhofft man sich nach dem Neujahrsfest positive Impulse durch die Lockerung der Covid-Einschränkungen. Der Rest der Welt konzentriert sich auf die Berichtssaison. Diese Woche präsentieren mehr als 150 Unternehmen ihren Jahresabschluss. Der Fokus der Investoren liegt wie üblich auf dem Ausblick. Wir erachten die Markterwartungen immer noch als zu hoch und bleiben defensiv positioniert. Bei den Rohstoffen zeichnet sich eine Rally in Kupfer ab. Auch da sehen wir kurzfristig Rückschläge und bessere Einstiegsmöglichkeiten. Die Schulden der US-Regierung rücken erneut in den Fokus, nachdem die gesetzliche Schuldenlimite erreicht wurde. Das Problem dürfte wie üblich gelöst werden und den US-Staatsanleihen sollte bis auf weiteres kein Risiko-aufschlag drohen.

BANK JULIUS BÄR