

«Nicht investiert zu sein ist das grösste Risiko»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT GREGOR TARASZOW Der CIO von Tareno nennt attraktive Schweizer Aktien. In Asiens Märkten erkennt er taktisch, aber auch langfristig gute Opportunitäten.

Die Schweizer Unternehmen seien sich Kummer hinsichtlich der Frankenstärke gewohnt, und Grund zur Sorge gebe es keinen, meint Gregor Taraszow, Chief Investment Officer von Tareno. Als Leiter der Abteilung Portfoliomanagement ist er auch verantwortlich für die Weiterentwicklung und die Verbesserung der hauseigenen Anlagestrategie. Gegründet im Jahr 2000, gehört Tareno mit rund vierzig Mitarbeitern und einem verwalteten Kundenvermögen von 2,7 Mrd. Fr. zu den grössten unabhängigen Vermögensverwaltern der Schweiz.

Herr Taraszow, die Aktienmärkte stehen seit geraumer Zeit unter Abgabedruck. Was steckt dahinter?

Für die Kursverluste sind mehrere Gründe auszumachen. Das konjunkturelle Bild mahnt seit geraumer Zeit zur Vorsicht. Deshalb sind wir schon eine ganze Weile in Aktien etwas defensiver positioniert. Die Einkaufsmanagerindizes geben in dieser Hinsicht keine Entwarnung. Dann haben die Märkte den heftigsten Zinsanstieg seit Jahrzehnten zu verdauen. Und schliesslich sorgt der Krieg in Nahost zusätzlich für Unsicherheit an den Märkten.

Haben Sie den Eindruck, dass der Zinsanstieg in den Unternehmensbilanzen schon ersichtlich ist?

Der Effekt der höheren Kreditkosten trifft die Bilanzen mit Verzögerung, und zwar wenn sich die Unternehmen refinanzieren müssen. An der schlechten Performance des zinsensensitiven und hoch verschuldeten Versorgerssektors sieht man die Spuren des Zinsschocks. Steigt der Diskontierungsfaktor, dann werden Aktien unattraktiver. Das Thema ist noch nicht abgeschlossen.

Gibt es jetzt dennoch bereits Einstiegschancen bei Aktien?

Wir halten das Aktiegewicht im Portfoliokontext auf neutral. Das können wir uns trotz des widrigen Umfelds leisten, weil wir eben schon seit einiger Zeit etwas defensiver ausgerichtet sind. Wir denken, dass sich im Verlauf der kommenden zwölf Monate interessante Kaufgelegenheiten ergeben werden.

Sie gehen aber davon aus, dass sich das konjunkturelle Umfeld erst noch verschlechtern wird, auch in den USA?

Bis vor ein paar Wochen war die Zinskurve insbesondere in den USA noch deutlich invers. Die Langfristzinsen waren niedriger als die kurzfristigen. Jetzt hat sich die Kurve sehr verflacht. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen liegen fast auf dem gleichen Niveau wie der Leitzins des Fed. In der Vergangenheit war es oft so, dass sich eine inverse Zinskurve normalisiert, bevor die konjunkturelle Abschwächung geschieht. Genau an diesem Punkt stehen wir jetzt, und deshalb ist Vorsicht geboten bei risikobehafteten Anlageklassen.

Wozu raten Sie einem Schweizer Privatanleger in diesem Umfeld?

Das grösste Risiko für einen Anleger ist, nicht investiert zu sein. Dieser Grundsatz gilt auch im jetzigen Umfeld. Wer Aktien in seinem Portfolio hat, der muss jetzt Geduld an den Tag legen und an seiner strategischen Allokation festhalten. Panikverkäufe sind keine Option. Und auch wenn sich Schweizer Aktien dem Abwärtstrend nicht entziehen können, bietet der defensive heimische Markt dennoch einen sicheren Hafen. Dank der eher schlechten Performance des Schweizer Marktes in diesem Jahr sind die Aktien auch nicht mehr teuer. Alles in allem sind hierzulande stabile Werte zu finden, die sich relativ gut behaupten sollten. Auch die Dividendenrenditen sind attraktiv.

Sehen Sie auch Opportunitäten in anderen Märkten?

Gerade für Schweizer Investoren sind japanische Aktien attraktiv, weil der Yen eine gute Absicherung bieten könnte. Obwohl japanische Aktien in diesem Jahr bereits



«Die Marktkapitalisierung in China hat dank der IPO fast ein Allzeithoch erreicht.»

eine gute Performance aufweisen, sehen wir nach wie vor Aufholpotenzial. Der Markt ist auch trotz der guten Entwicklung eher günstig. Die Geldpolitik ist anders als andernorts noch sehr locker. Der Blick auf die Markttechnik bestätigt auch, dass man nicht in ein fallendes Messer greift. Die grossen Fondsmanager haben sicher ihre Positionen in Japan aufgebaut, aber man ist noch weit entfernt von den Engagements, die früher mal in diesem Markt bestanden. Das spricht für weitere Zuflüsse. Es sprechen viele Gründe für ein Engagement in japanische Aktien.

Wie sieht es mit dem chinesischen Markt aus?

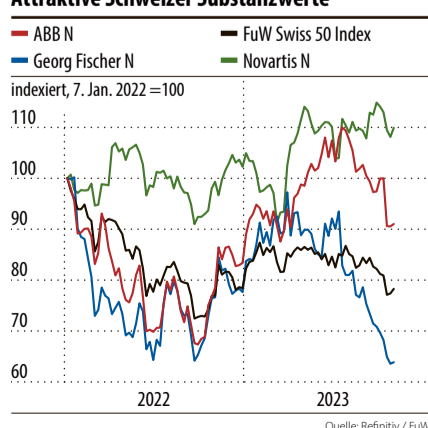
Mit China begibt man sich automatisch auf geopolitisch brisantes Gebiet. Ausserdem muss man sich von den Wachstumsraten der Vergangenheit verabschieden. Allerdings gehen meiner Meinung nach die Hiobsgeschichten rund um China etwas zu weit. Die Probleme im Immobiliensektor waren schon lange bekannt.

«Panikverkäufe sind keine Option.»

Dann ist auch am Aktienmarkt viel Negatives eingepreist?

Wenn ich mir die Bewertungen der Tech-Riesen Alibaba oder Tencent anschau, dann sind die Titel deutlich günstiger als ihre amerikanischen Pendanten. Was man sich als langfristig orientierter Investor vor Augen führen muss: Im Aktienindex MSCI World All Countries haben China und Hongkong zusammen ein Gewicht von 3,15%, der Einzeltitel Apple fließt mit einem Gewicht von 4,5% ein. China hat einen Anteil am Welt-BIP von etwa 18%. Dieses Missverhältnis der Realwirtschaft und der Gewichtung in den Indizes müsste über die Zeit bereinigt werden. Interessant ist auch, dass die Marktkapitalisierung in China fast ein Allzeithoch erreicht hat in diesem Jahr. Anders als in der westlichen Welt gab es viele

Attraktive Schweizer Substanzwerte



Börsengänge. Sie sammeln also kräftig Kapital ein.

Zurück zum Heimmarkt. Auf welche Einzeltitel setzen Sie in der Schweiz?

Wenn die Volatilität an den Märkten steigt, dann ist auch wieder die Zeit für Stock Picking gekommen. Im heimischen Markt finden wir ABB interessant. Die Aktie ist etwa 17% von ihrem Hoch zurückgekommen. Das Unternehmen profitiert von der grünen Transformation und dem Trend zur Elektrifizierung. Auch die Dividendenrendite von 2,8% ist ansprechend.

Gibt es weitere Schweizer Unternehmen, die Sie auf dem Zettel haben?

Wir finden auch die Pharmagesellschaft Novartis mit dem Aktienrückkaufprogramm und der Schlagkraft, die sie in Sachen M&A mitbringt, durchaus interessant. Auf die Liste kann man auch den Schaffhauser Industriekonzern Georg Fischer setzen, der gerade erst grünes Licht der Europäischen Kommission bekommen hat für die Übernahme der finnischen Uponor. Doch auch ausserhalb der Schweiz gibt es noch europäische Unternehmen, die günstig bewertet sind und Aufholpotenzial haben.

An welches Unternehmen denken Sie?

Der österreichische Baustoffkonzern Wienerberger profitiert beispielsweise vom Green Deal der Europäischen Kommission. Die Gesellschaft überzeugt mit einem starken Fokus auf Innovation und auf nachhaltige Lösungen in den Bereichen ökologischer Neubau und Renovierung. Die Aktie hat auch bereits stark zugelegt, aber wir sehen weiteres Potenzial für Kurssteigerungen.

Das sind alles grosskapitalisierte Werte. Ist eine Anlage in Small und Mid Caps weniger empfehlenswert?

Die kleinen und mittleren Unternehmen haben das Problem, dass ihnen der Zinsanstieg bereits deutlich zusetzt. Die Aktien sind eher unter Druck, und eine Gegenbewegung wird so schnell nicht passieren.

Gibt es wenig attraktive Sektoren?

Im High-Tech-Sektor gibt es einige Titel, die viel zu hoch bewertet sind. Da sind sehr viel Hoffnung und Fantasie eingepreist, und dem Hype begegnen wir mit Skepsis. An einem Titel wie Microsoft kommt man kaum vorbei, aber wenn ich mir beispielsweise die Kennzahlen des Mikrochipentwicklers Nvidia ansehe, dann ist fraglich, wie die erwarteten Umsatzzahlen erreicht werden können. Das Kurs-Umsatz-Verhältnis beträgt bei dem Mega-Cap-Unternehmen, das bereits weltweit vertreten ist, etwa 31. Das bedeutet: Selbst wenn Nvidia null Franken Kosten hätte und den kompletten Umsatz als Gewinn verbuchen und ausschütten könnte, ginge es beim derzeitigen Kurs 31 Jahre bis zum Break-even. Da ist extrem viel Fantasie eingepreist. Nvidia ist ein gutes Unternehmen, die Frage ist nur, ob die Aktie auch ein gutes Investment ist.

Welcher Sektor sticht dagegen als eher günstig hervor?

Aus gutem Grund sind europäische Banken schon seit längerer Zeit günstig. Sollte sich die Zinskurve jetzt normalisieren, dann kann man mit ausgewählten Titeln einsteigen. Ich denke beispielsweise an die Aktien von ING oder Nordea.

Der Euro kostet weniger als 95 Rappen. Wird das langsam die Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigen?

Die hiesigen Unternehmen sind sich in dieser Hinsicht Kummer gewohnt und sind entsprechend strategisch darauf ausgerichtet, dass der Franken sich tendenziell aufwertet. Der Standort zeichnet sich durch eine hohe Innovationsfähigkeit aus. Die Schweiz ist der sichere Anker in Krisen, und das ist eben auch eine Auszeichnung. Ich sehe keinen Grund zur Besorgnis.

INTERVIEW: SYLVIA WALTER

Markttechnik

Was uns der S&P 500 sagt

Seit über zwanzig Jahren spielen Bollinger-Bänder und die «Kerzen» japanischer Provenienz eine wichtige Rolle bei meiner Beurteilung von Aktienmarktindizes und einzelner Aktien. Die «Kerzen» sind die besten Indikatoren für Stimmungs- und Momentumwechsel, allerdings nur unter bestimmten Bedingungen, die an der Interaktion mit Bollinger-Bändern definiert werden. Ohne auf alle Regeln einzutreten, konzentriere ich mich auf das Wesentliche zur Beurteilung des S&P 500.

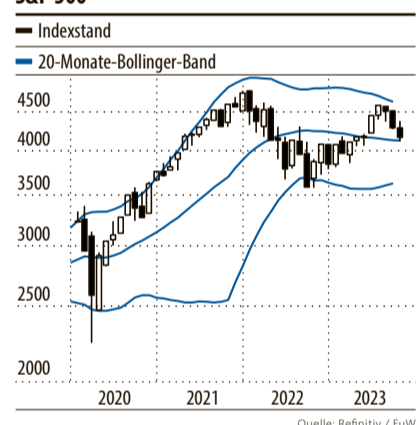
Meine Analysen beginnen immer mit der relativen Stärke. Was relativ schwach zur gewählten Messlatte ist, ausgehend vom MSCI Welt, bekommt keine weitere Minute meiner Aufmerksamkeit. Das gilt allerdings mit einer starken Einschränkung für den S&P 500, der in der Geschichte durchaus längere Phasen relativer Schwäche zum MSCI Welt aufwies. So von Oktober 1982 bis Januar 1989, als Japan extrem stark war, und von Januar 2002 bis Oktober 2008. Die Einschränkung liegt an seinem Gewicht im MSCI Welt und an der Präsenz aller Wirtschaftssektoren im S&P 500. Man findet in Amerika immer etwas, was zur Weltpitze gehört.

Ein wesentlicher Faktor

Mit seinem mittlerweile erreichten Gewicht von knapp 70% ist er der wesentliche Faktor im Weltindex. Auf ein Jahr betrachtet liegt er ganz knapp hinter dem MSCI Welt, auf sechs und drei Monate leicht vorne.

Ein wesentlicher Aspekt des S&P 500, und noch mehr des in seiner Konstruktionsart überholten Dow Jones Industrial, liegt darin, dass er, wenn er fällt, andere Märkte mitreisst. Positives

S&P 500



Meinungen zur Börsenlage

Qualitätstitel

Die EZB hat die Zinsen bei 4% belassen. Wahrscheinlich werden sie auf einem Niveau bleiben, das «einen wesentlichen Beitrag» zur Senkung der Inflation auf das Zielniveau leisten wird. Die Daten in der Region zeichnen ein schwaches Bild für das Wachstum, wobei der zusammengesetzte Einkaufsmanagerindex weiter zurückging, von 47,2 auf 46,5. Die US-Daten hingegen waren in dieser Woche solide: Das BIP-Wachstum im dritten Quartal lag mit 4,9% (Jahresrate) über dem Trend. Insgesamt wird dieses Umfeld weiterhin die Zuflüsse in Qualitätstitel begünstigen, darunter Investment-Grade-Kredite und Qualitätswachstumsaktien. Die Nachfrage nach globalen IG-Unternehmensanleihen dürfte auch 2024 hoch bleiben, da die Renditen auf dem höchsten Stand seit 2008 und die Bewertungen niedrig sind. **BNY MELLON**

Grüne Innovation

Dinge des täglichen Bedarfs wie Lebensmittel, Medikamente, Kosmetika oder Tiernahrung lassen sich in der Regel nicht ohne passende Verpackung in den Einzelhandel und dann an die Konsumenten bringen. Dies verleiht dem Sektor eher defensive Grundeigenschaften. Zudem werden die Anforderungen an die Funktionalität, Qualität und Umweltverträglichkeit der Verpackungen immer höher.

Kursmomentum bei relativer Schwäche zum MSCI Welt ist auf den Kauf eines ETF auf den S&P 500 Ausschlussgrund, aber nicht ein Grund, diesen Markt nicht zu analysieren.

Meine zweite Aufmerksamkeit gilt dem 20-Monate-Bollinger-Band. Es definiert den Haupttrend. Hilfsmittel stellen 40- und 10-Monate-Bollinger-Bänder dar, und zur Not gehe ich auch auf Wochen- und Tagesbänder von zehn, zwanzig oder vierzig Perioden ein.

Seitwärtstrend sichtbar

Ein Blick auf den Chart genügt, um den Seitwärtstrend im Rahmen des 20-Monate-Bandes zu erkennen. Das ist meines Erachtens derjenige Trend, der lange Bestand haben wird. Dafür gibt es zwei Gründe. Einer liegt in der Schwierigkeit, die Orientierung zu finden auf der Suche nach der Bedeutung von Entwicklungen, mit denen wir in den letzten rund 40 Jahren keine Erfahrung gesammelt haben. Das wird dafür sorgen, dass das für Seitwärtstrends typische Hickhack erhalten bleibt.

Dann gibt es noch einen zweiten Grund, warum ein derart breit aufgestellter Index wie dieser einen Seitwärtstrend entwickelt. Dieser Grund liegt in der ausgeprägt heterogenen Struktur des Marktes. Es ist kaum eine Aktie zu finden, die ein ähnliches Handelsmuster aufweist wie der S&P 500. Zu finden sind hingegen sehr wohl Aktien in starke und solche in schwache Aufwärtstrends und ebenso solche in starke und in schwache Abwärtstrends.

Die offensichtlichen Schwierigkeiten, aus den Makrodaten Perspektiven für die Anlageklasse Aktie ableiten zu können, hat dazu geführt, dass der Fokus auf den Geschäftsgang einzelner Unternehmen gelenkt wird, das heisst: Es herrscht das vor, was als Bottom-Up-Ansatz bezeichnet wird. Der von Makrodaten gesteuerte Top-Down-Ansatz ist derzeit nicht lukrativ. Das bedeutet, dass ETF auf den S&P 500 keine gute Idee sind. Wohl aber auf einzelne Industrien, denn ein Bärenmarkt wie 2008 ist aus dieser Konstellation heraus nicht zu erwarten, sofern nicht aus den aktuellen Kriegsschauplätzen noch grössere Katastrophen entstehen.

ALFONS CORTÉS, www.alfonscortes.com

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

Neue Techniken zur umweltverträglichen Produktion der Verpackungen und ihrer Wiederverwertbarkeit in einer Kreislaufwirtschaft verleihen darauf spezialisierten Anbietern zusätzliche Fantasie. Namen, die von diesen Trends profitieren, sind z.B. Vetropack und SIG, aber auch die hierzulande weniger bekannte Arkema, die Desinfektion von Getränkekartons oder Beschichtung von Mehrwegflaschen bereitstellt. **LUZERNER KANTONALBANK**

Stabilisierung

Die Aktienmärkte in Europa und den USA sind mehrheitlich positiv in die Woche gestartet. Nach einem mittelmässigen Start in die Berichtssaison fielen die jüngsten Ergebnisse eher positiv aus. Vor allem in den USA haben ein paar Schwergewichte positiv überrascht. Während in Europa die Unternehmensgewinne weiterhin rückläufig sind, sollten die Unternehmen in den USA endlich wieder Gewinnwachstum verzeichnen. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Aktienmärkte bis Jahresende höher notieren. Die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen haben sich unter der Marke von 5% stabilisiert. Auf Dreimonatssicht erwarten wir einen Rückgang auf 4,8%. Nachdem der Goldpreis in den letzten Wochen stark gestiegen ist, sehen wir unter der Annahme, dass eine weitere Eskalation im Nahostkonflikt ausbleibt, beim Stand von rund 2000 \$ pro Unze wenig Potenzial nach oben. **BANK JULIUS BÄR**