

«Europas Aktienmarkt ist eine gedeckte Tafel»

FUW-MITWOCHSINTERVIEW MAX OTTE Gründer des IFVE Institut für Vermögensentwicklung in Köln

Herr Otte, die Vorlaufindikatoren deuten in Europa, den USA und in Asien auf eine Abkühlung. Droht der Weltwirtschaft bereits wieder eine Abschwächung?

Auf jeden Fall. Wir sehen einen Wettlauf zwischen der expansiven Geldpolitik auf der einen Seite und kontraktiv wirkenden Elementen auf der anderen Seite. Es ist ein Kampf zwischen Inflation und Deflation, mit einer zu vernachlässigenden Wahrscheinlichkeit eines normalen Wachstumspfad. In den vergangenen Wochen sind die deflationären Kräfte wieder stärker geworden. Ich hoffe aber weiterhin, dass die inflationären Kräfte die Oberhand gewinnen werden.

Die Fiskalpolitik wirkt in diversen Ländern bremsend, während die Notenbanken expansiv agieren. Halten Sie es für falsch, wenn in der Fiskalpolitik jetzt schon die Zügel angezogen werden?

Ja, in der Eurozone ist die Politik schizophr. Wir können doch nicht mit einer lockeren Geldpolitik den Finanzsektor subventionieren und gleichzeitig mit einer restriktiven Fiskalpolitik die Realwirtschaft abwürgen. Da wird blind am Fiskalpak festgehalten, obwohl er in der heutigen Situation unsinnig ist. Die Amerikaner sind mit ihrer expansiven Politik wenigstens konsistent. Ob sie gut ist oder nicht, ist eine andere Frage.

Sie halten den Fiskalpak in der Europäischen Währungsunion für falsch?

Er ist im aktuellen Umfeld ein unglücklicher politischer Reflex, weil er undifferenziert zugreift. Spanien etwa müsste seinen Finanzsektor sanieren, wie es Irland und die USA getan haben. Das kostet, ist aber ein chirurgischer Eingriff in den Bankensektor. Dass jetzt quer über alle Sektoren undifferenziert gespart werden soll, führt in die Katastrophe. Vergessen Sie nicht: In vielen Ländern sind die Staatsschulden wegen der Rettung des Finanzsektors erst in die Höhe geschossen. Es ist eine reife PR-Leistung der Bankbranche, dass wir jetzt von einer Staatsschulden- und nicht von einer Bankenkrise sprechen.

Sehen Sie die grösste Deflationsgefahr momentan in Europa?

Ja. Es ist deprimierend, dass wir das Problem nicht in den Griff kriegen, zumal Europa wirtschaftlich besser dasteht als die USA: Das kumulierte Fiskaldefizit der EU-Länder beläuft sich auf 4,1% des BIP, das der USA auf 10,8%. Die US-Arbeitslosenrate liegt offiziell auf gut 8%. Ich halte diese Zahlen aber für getürkt. Wenn man richtig zählte, käme man auf 15 bis 18%.

Wie steht es mit China? Gelingt das Experiment einer kontrollierten Abkühlung? Ich halte Staatsinterventionen nicht per se für falsch, und die Chinesen haben das ganz gut im Griff gehabt. Von daher sehe ich die Chance, dass sie die kontrollierte Landung schaffen. Die Gefahr, dass China in den Abgrund läuft, ist immer da. Das haben wir im Westen aber auch, mit den hochgradig manipulierten Geldmärkten. Das ist auch eine Art Staatswirtschaft.

Sie meinen die Tatsache, dass das Zinsniveau an den Bondmärkten künstlich niedrig gehalten wird?

Ja, das ist eine Art von Finanzrepression. Diese Massnahme hat nicht nur wachstumspolitische, sondern auch distributive Effekte. Die niedrigen Zinsen sind eine Subventionierung des Finanzsektors und des Schuldners auf Kosten des Sparer. Das führt auch zu internationalen Verteilungseffekten, wenn wir wissen, dass die Sparer vor allem in Deutschland sitzen, in China, in der Schweiz – und die Schuldner in Amerika.

Was soll ein Investor heute tun?

Wir sehen heute das, was Keynes als echte Unsicherheit bezeichnete. Ein binäres Zukunftsszenario: Inflation oder Deflation. Ein normaler Wachstumspfad erscheint schon fast ausgeschlossen. Der Markt ist sehr verunsichert und wird von Emotionen gesteuert. Das bietet immer auch Kaufchancen.



Max Otte: «Als Investor wissen Sie nicht, was in einer Bilanz ist.»

Wo genau?

Aktien aus Ländern der Eurozone sind attraktiv, und innerhalb der Eurozone gilt das besonders für die südlichen Länder. Der PI Global Value Fund ist zu fast 10% in Italien investiert.

Sind Aktien aus der Eurozone am günstigsten bewertet?

Ja. Der Schweizer Markt ist natürlich toll, heute halten wir dort aber nur drei Titel: Geberit, Novartis und Jungfraubahn.

Keine Nestlé?

Nestlé ist nach wie vor eine Top-Anlage. Die Titel bieten eine vernünftige Dividendenrendite, zusammen mit dem Gewinnwachstum gibt mir das 7 bis 8% pro Jahr. Da kann man nichts falsch machen. Aber

Aktien wie Lufthansa, BMW, Salzgitter oder Mediaset sind attraktiv.

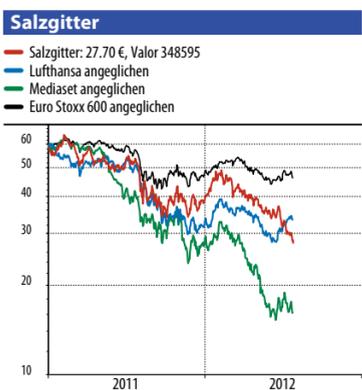
Hochqualitätspapiere wie Nestlé sind bereits fair bewertet. Die wirklichen Value-Situationen sind anderswo zu finden.

Wo denn?

Unter den Zyklikern, bei denen ein, zwei Fragezeichen bestehen. Zum Beispiel Swiss Life, Lufthansa oder BMW. Das sind gute Unternehmen, aber sie zählen zur zweiten Qualitätsklasse und werden mit einem Abschlag gehandelt. Ihr Preis spiegelt die Erwartung einer ausgeprägten Deflation. Da kann man eine Wette eingehen: Die Staaten setzen alles daran, Inflation zu

Die zehn grössten Positionen ¹	
Name	Land
Berkshire Hathaway	USA
Binckbank	Niederlande
Mediaset	Italien
Kinross Gold	Kanada
Bechtle	Deutschland
Atoss Software	Deutschland
Hawesko Holding	Deutschland
Total	Frankreich
Rohm Co.	Japan
Wolters Kluwer	Niederlande

¹im PI Global Value Fund, per 25. Juni 2012



Quelle: Thomson Reuters / FuW

schaffen – also positioniere ich mich lieber in Richtung Inflation.

Welche Bewertungsmethoden benutzen Sie bei den Zyklikern, um keine faulen Eier zu erwischen?

Bei Zyklikern ist nicht so sehr die Prognose entscheidend, sondern die normalisierten Werte der Vergangenheit. Was hat BMW über die letzten fünfzehn Jahre durchschnittlich für Margen erzielt? Dann überlegt man sich, ob dieser zyklisch adjustierte Durchschnitt in der Zukunft Bestand hat oder ob davon Abschlüsse nötig sind. Nehmen Sie zum Beispiel Stahlaktien wie Voestalpine oder Salzgitter. Die sind heute günstig. Europa wird seine Stahlkapazität nicht verlieren, da kann man die normalisierten Margen aus der Vergangenheit einermassen extrapolieren. Wenn diese Bewertungsarbeit gemacht ist, muss man eine zweite Gedankenebene einbeziehen. Dieser Schritt ist es, der grosse Investoren wie Howard Marks oder Jeremy Grantham vom Rest unterscheidet: Was könnte sich in Zukunft in dieser Branche ändern? Negativ oder positiv? Bietet mir der aktuelle Preis eine genügend breite Sicherheitsmarge?

Swiss Life, Lufthansa, BMW, Salzgitter: Diese Aktien würden Sie jetzt kaufen?

Swiss Life habe ich nicht analysiert, das war nur ein Beispiel. Die anderen Titel halten wir alle. Oder Mediaset, Marktführer in Italiens TV-Branche: Silvio Berlusconi ist Hauptaktionär, das Geschäft ist unter Druck, aber Mediaset dominiert den Markt. Die Aktie kostete mal 20€ und ist jetzt für 1,20€ zu haben.

Vielleicht ist Mediaset ein Kandidat für ein Going Private?

Durchaus möglich. Das ist uns mit Benetton, einem anderen Investment in Italien, passiert. Ganz allgemein sind Übernahmen ein Weg, wie sich das niedrige Bewertungsniveau in Europa auflösen könnte. General Electric hat angekündigt, sich nach mittelgrossen Übernahmen umzuwandeln – wer weiss, vielleicht Bilfinger Berger oder Fresenius. Europas Aktienmarkt ist eine gedeckte Tafel für Käufer.

Sehen Sie auch ausserhalb Europas attraktive Bewertungen?

Solange wir hier genug finden, müssen wir nicht woanders suchen. Japan könnte allerdings interessant sein: Da gibt es viele Unternehmen, deren Börsenwert tiefer ist als ihr Nettoumlaufvermögen. Das sind die Situationen, die Benjamin Graham, der Vater des Value Investing, als Net-Net-Investments bezeichnet hat. Ein Net-Net in Italien ist Caltagirone Editore, ein Zeitungsverlag, der eine rote Null schreibt.

Europäische Banken handeln zum Teil weit unter Buchwert. Kaufen Sie sie?

Der Bankensektor bleibt immer eine Spekulation. Als Investor wissen Sie nicht, was in einer Bilanz drin ist – das wissen auch die meisten Bankmanager nicht. Ich sehe aber einige interessante Nischen, zum Beispiel Banco Popolare, eine solide Sparbank in Norditalien.

Sie sagten vorhin, Sie setzten auf das Szenario Inflation. Schützen denn Aktien historisch betrachtet effektiv vor Inflation?

Wenn man die Siebzigerjahre nimmt, hat sich die Anlageklasse Aktien nicht als effektiver Inflationsschutz bewiesen. Im Inflationsszenario müsste man am ehesten wie Warren Buffett vorgehen und die Nestlé dieser Welt kaufen, weil die ihre Preise permanent erhöhen können. Diese Titel schützen effektiv vor Inflation.

Wie steht es mit Gold?

Anleger sollten physisches Gold als Absicherung kaufen, in Höhe von 5 bis 10% des Vermögens. Das ist ein schönes unkorreliertes Asset. Zum aktuellen Preis um 1600\$ je Unze ist Gold auch nicht zu teuer, wenn man bedenkt, dass die Erschliessungskosten für neue Vorkommen schon auf 1100\$ liegen.

Markttechnik

Interpretationen von Flag-Strukturen

Die Aktien UBS hatten wir hier letztmals am 13. Juni beurteilt. Sie hatten soeben eine Flag-Struktur ausgebildet. Weil Flags typische Konsolidierungsstrukturen sind, konnten wir aus diesem Flag ableiten, dass sich der Anfang März gestartete mittelfristige Abwärtstrend weiter fortsetzen werde. Und weil ein Ausschieren nach unten auch das Grössere, seit September 2011 ausgebildete, langfristige Flag aktivieren würde, setzten wir unsere im Herbst 2011 auf «Neutral» erhöhte Einstufung der UBS-Aktien am 13. Juni wieder auf «Sell».

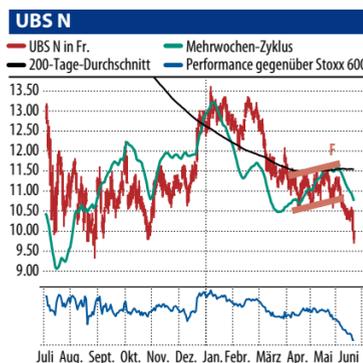
Stark überverkaufte UBS

Nach den Kursverlusten der vergangenen fünf Wochen befinden sich UBS jetzt in einem stark überverkauften Zustand. Nochmals eine solche Strecke, dann wären sogar die historischen Tiefstwerte von März 2009 wieder erreicht. Wer sich erinnert, wie reich das Zugreifen damals belohnt wurde, wird sich nun den UBS-

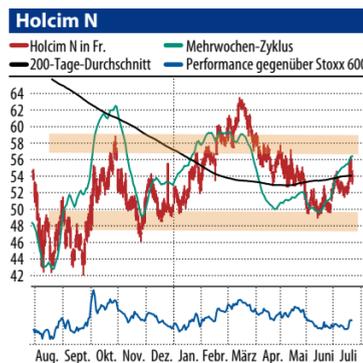
Kauf erneut überlegen. Wir behalten unsere für langfristige Investoren konzipierte Einstufung allerdings trotz dieser wahrnehmbaren Anreize auf «Sell».

Hintergrund ist, dass UBS im Frühling 2011 bereits die 2009 gestartete Erholungsphase beendet haben. Sie befinden sich seither in der Fortsetzung des primären, im Juni 2007 auf 80 Fr. begonnenen Abwärtstrends. Mit dem grossen, im September 2011 bei 9.50 gestarteten Flag und der kleineren, zwischen Mai und Juni ausgebildeten Struktur wurde der Abwärtstrend lediglich konsolidiert.

UBS lassen sich deshalb in eine solche deutlich überverkaufte Situation drücken, weil sich dieser Trend jetzt in der Akzelerationsphase befindet. Diese Konstellation hat zwar Spielraum für eine Erholung geschaffen. Sie mit Trading-Positionen zu bewirtschaften, kann für sehr kurzfristige Investoren reizvoll sein. Für langfristige Anleger werden UBS voraussichtlich aber erst zu Kursen unter denen von 2009 interessant.



Grafik: FuW, si



Grafik: FuW, si

Holcim

Die Aktien Holcim haben während der vergangenen Monate zwar auch verschiedene Flag-Strukturen ausgebildet. Die Ausgangslage ist hier dennoch eine ganz andere als bei UBS. Die qualitativen Parameter stehen hier günstiger, die strukturelle Gesamtsituation ist nicht ebenso einseitig. Aus analytischer Sicht dürfen wir darum über die kleinen, während der vergangenen zehn Monate ausgebildeten Strukturen hinwegsehen.

Holcim befinden sich in einem um etwa 48/58 Fr. abgegrenzten Seitwärtsband. Innerhalb dieses Bandes haben sie sich durch die Kursverbesserungen der vergangenen Wochen der oberen Begrenzungslinie genähert, dürften aber demnächst den Weg zum tiefer liegenden Pendant in Angriff nehmen.

Für langfristig ausgerichtete Investoren sind Seitwärtsbewegungen allerdings verhältnismässig uninteressant. Unsere Ende Februar auf «Sell» gesetzte Einstufung der Aktien Holcim erhöhen wir darum mit vorausschauendem Blick auf diese erwartete kurzfristige Abwärtsbewegung auf «Neutral».

ROLAND VOGT www.invest.ch

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

Meinungen zur Börsenlage

Europa

«Griechenland ist unter Europolitikern und Investoren als hoffnungsloser Fall weitgehend abgeschrieben. Die Aufmerksamkeit gilt Spanien, wo die Märkte so lange Druck aufbauen, bis die Regierung endlich und glaubwürdig handelt. Zur Checkliste gehören Reformen des aufgeblähten öffentlichen Sektors, der Banken, der Provinzautonomie und des Arbeitsmarktes. Die Regierung muss anerkennen, dass weder Medien, Kapitalmarkt, Zentralbank noch Gläubiger schuld an der Misere sind und dass prozyklisches Kostensparen die Kreditklemme nur verschlimmert. Sonst wird Spanien spätestens im Herbst zum Rettungsfall, was mit einer Politik, die auf der Höhe ihrer Aufgaben ist, nicht nötig wäre. Allgemein sollten sich Anleger in Marktschwächen auf dividendenstarke defensive Mega Caps oder den Finanz- und den Energiesektor fokussieren. Beide haben aus bewertungs- und markttechnischer Sicht erhebliches Aufwärtspotenzial.»

DYNAPARTNERS

«Die wachsenden konjunkturellen Unsicherheiten, das ungelöste Schuldenproblem in Europa, aber auch die anstehende Budgetdiskussion in den USA werden wieder zu schwierigeren Zeiten führen. Wir empfehlen deshalb, starke Börsentage zu einer Reduktion der Aktienquote zu nutzen. Der Anlageschwerpunkt sollte weiter auf erstklassigen, konjunkturensistenten und dividendenstarken Schweizer und europäischen Titeln aus den Sektoren Pharma, Nahrungsmittel, Telecom und Versorger liegen.»

SIGRIST LUGARESI PARTNER

Deutschland

«Der deutsche Bund-Futures hat sich zum Wochenstart seinem Top von Anfang Juni genähert. Bereits damals rieten wir aus Trading-Überlegungen zu einem Verkauf vom Bund-Futures, z.B. über ETF. Wir würden es erneut tun, weil wir seit längerem der Ansicht sind, dass die Bonität von Deutschland mittelfristig nicht aufrecht erhalten werden kann und demzufolge die Zinsen für die Bundesrepublik steigen werden.»

NEUE HELVETISCHE BANK

EmMa-Fr.-Bonds

«Die EZB signalisiert, dass sie notfalls auch zu unkonventionellen Mitteln greift, um den Euro zu retten. Angela Merkel schiebt dagegen schon auf die Wahlen 2013 und bremst nach Kräften. In diesem Spannungsfeld setzen sich Anleger aus dem Euro ab, wenn sie nicht mit der Krise leben wollen. An eine Lösung ist vor 2014/15 nicht zu denken. Wer sich nicht mit Bargeld begnügen mag und nach Ertrag zu vertretbarem Risiko sucht, schaut sich Frankenanleihen besserer Emittenten aus den Emerging Markets an, etwa Union Bank of India oder State Bank of India, die etwas über 3% abwerfen. Dollaranleger fahren nicht schlecht mit EmMa-Anleihen, die in Dollar denominated sind. Institutionelle Investoren greifen derzeit bei italienischen Schatzanweisungen und kurz laufenden Anleihen zu. Alles unter der Annahme einer Weltrezession, die beherrschbar bleibt.»

VT WEALTHMANAGEMENT