

«Ich traue den jüngsten Kursavancen nicht»

MITTWOCHSINTERVIEW Michael Browne, Fondsmanager für europäische Aktien bei der Legg-Mason-Tochtergesellschaft Martin Currie, setzt auf Unternehmen mit gesunder Bilanz.

Herr Browne, Sie haben in Ihren Long-Short-Strategien per Saldo ein Aktien-Exposure von lediglich 30%. Was sind Ihre Bedenken?

Die negativen Auswirkungen der Halbierung der Ölpreise kommen allmählich zur Geltung. Der Rückgang der Investitionen war derart heftig, dass die Vorteile für die Konsumenten mehr als wettgemacht wurden. Im dritten Quartal wurden die Gewinnschätzungen vermehrt nach unten revidiert und am Markt für Unternehmensanleihen hat sich die Lage empfindlich angespannt. Die Renditeaufschläge sind gestiegen und Neuemissionen wurden vertagt. Auf einmal waren die Leute nicht mehr bereit, Kapital zur Verfügung zu stellen. Solche Signale muss man ernst nehmen, denn sie waren in der Vergangenheit Vorboten einer Krise.

Und wie beurteilen Sie die Konjunktur?

Das gesamtwirtschaftliche Umfeld ist rauer geworden. Der Abschwung in der Industrie ist im vollen Gange. Man muss schon sehr optimistisch sein, um zu prognostizieren, dass es bald wieder dreht. Ich würde die Situation so beschreiben: Wir lehnen uns an einen Zaun, der am Abgrund steht. Er könnte dem Druck standhalten, aber vielleicht auch nicht.

An den Märkten dominieren derzeit die Optimisten, und die Börsen steigen.

«Wir lehnen an einem Zaun vor dem Abgrund und wissen nicht, ob er hält.»

Den jüngsten Kursavancen traue ich nicht. Fundamental sind sie nicht begründet. Ausschlaggebend für die Erholung war die Eindeckung von Short-Positionen.

Sie setzen auch auf fallende Kurse. Wie finden Sie Aktien, die Sie leer verkaufen?

Wir suchen Unternehmen, die den Cashflow, den der Markt konsens erwartet, unserer Meinung nach nicht erzielen werden. Das ist dann am wahrscheinlichsten, wenn sie strukturelle Probleme haben oder mit hohem Fremdkapitaleinsatz und falschem Management in einen zyklischen Abschwung geraten. Ein Unternehmen, das das falsche Produkt zur falschen Zeit verkauft, ist nicht mehr zu retten – es hat ein strukturelles Problem. Es gibt aber auch Unternehmen mit gutem Geschäftsmodell, aber einer schwachen Bilanz und dem falschen Management. Geraten solche Unternehmen in einen Abschwung, eröffnen sich Chancen für Leerverkäufer.

Gibt es aktuelle Beispiele?

Der Erdölsektor ist ein Paradebeispiel. Der Ölpreis begann im Sommer 2014 zu fallen. In der Branche wurde in den Jahren zuvor aggressiv akquiriert, und für die Investitionen wurde viel Fremdkapital aufgenommen. So schlitterten viele Gesellschaften hochverschuldet in den Abschwung. Schon bald konnten sie die Klauseln in den Kreditverträgen nicht mehr erfüllen, und eine Kapitalisierung oder Reorganisation wurde unvermeidbar. Oft kommt das Management mit einer solchen Aufgabe nicht zurecht. Die Leute, die erfolgreich darin sind, eine Expansion voranzutreiben, sind meist keine guten Sanierer und schon gar keine Kostensenker.

Wann schliessen Sie eine Short-Position?

Wir berechnen auf Basis der Cashflow-Schätzung, wo der faire Preis sein sollte. Sobald dieses Preisziel erreicht ist, schliessen wir die Position. Eine Frage, die wir uns stellen, ist, wie würden wir das Geschäftsmodell und die Marke bewerten, wenn wir ein Private-Equity-Investor wären. Denn eine Übernahme kann für den Leerverkäufer schmerzhaft sein.

Gibt es in Europa überhaupt noch Unternehmen mit gehebter Bilanz?



«Der Schweizer Baustoffsektor ist in einer schlechten Ausgangslage.»

Davon gibt es tatsächlich immer weniger. Die Banken haben im Zuge der schärferen Kapitalanforderungen ihre Bilanzen gestärkt und die Kreditvergabe gedrosselt. Wir müssen deshalb zunehmend auf Aktien von Unternehmen ausweichen, die zwar über einigermaßen gesunde Bilanzen verfügen, sich aber in einem Abschwung befinden, der hartnäckiger ist, als der Markt konsens annimmt. Ich erlebe immer wieder, dass Leute einen Abwärtstrend wegen des statistischen Basiseffekts unterschätzen. Sie können sich kaum vorstellen, dass Umsatzzahlen, die dieses Jahr 10% gefallen sind, nächstes Jahr nochmals 10% schrumpfen.

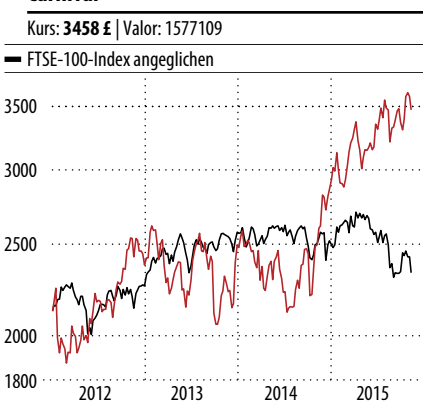
Welche europäischen Aktien oder Branchen befinden sich denn aktuell auf dem absteigenden Ast?

Der Baustoffsektor in Deutschland und in der Schweiz zum Beispiel ist in einer schlechten Ausgangslage. In der Schweiz zeichnet sich ein Ende des Immobilienbooms ab, aber auch in Deutschland ist die Neubautätigkeit viel schwächer, als die tiefen Zinsen erwarten liessen. Damit bleibt auch die Nachfrage nach Baustoffen hinter den Erwartungen zurück. Zudem ist der Preiswettbewerb sehr gross, und für Schweizer Produzenten kommt der starke Franken als Nachteil dazu.

Grosskonzerne wie LafargeHolcim oder HeidelbergCement verdienen ihr Geld aber hauptsächlich ausserhalb Europas.

Das macht es ja noch schlimmer. Angesichts der dortigen Wachstumsverlangsamung – Brasilien steckt gar in einer schar-

– Carnival



Die zehn grössten Positionen (Long)

Name	Sektor	in %
Ryanair	Industrie	4,2
Klépierre	Finanz (Immobilien)	4,0
Prudential	Finanz (Versicherung)	3,9
Atlantia	Industrie (Infrastruktur)	3,5
Intercont. Hotels	Zyklische Konsumgüter	3,4
Carnival	Zyklische Konsumgüter	3,1
DS Smith	Grund- und Baustoffe	2,9
Interm. Capital Group	Finanz	2,8
CRH	Grund- und Baustoffe	2,7
Persimmon	Zykl. Konsumgüter	2,7

per 30. September 2015

Quelle: Leo Mason, Bloomberg

fen Rezession – ist eine starke Präsenz in den Schwellenländern derzeit kein Vorteil.

Eine der grössten Positionen in Ihrem Fonds ist die französische Klépierre. Welche Überlegung steckt dahinter?

Klépierre ist eine der grössten Besitzerinnen von Geschäftsimmobiliën in Europa, spezialisiert auf Einkaufszentren. Im Frühling hat sie sich mit der niederländischen Corio zusammengeschlossen. Der Markt war gegenüber der Fusion sehr skeptisch. Trotzdem zahlt Klépierre weiterhin eine Dividendenrendite von 4%. Wir rechnen mit einem Gewinnwachstum von 3 bis 4%. Die Umsatzzahlen zeigen nach oben. Es gibt nichts, was wir an diesem Unternehmen aussetzen hätten.

Haben Sie auch Banken im Portfolio?

Ja, zum Beispiel Aareal Bank. Der deutsche Immobilienfinanzierer ist eines der wenigen Institute, die es schaffen, laufend genug Geld zu verdienen, um die Kapitaldecke zu stärken und die Kreditvergabe auszuweiten. Aareal Bank profitiert davon, dass die anderen Banken als Folge der Finanzkrise mit der Kreditvergabe immer noch zurückhaltend sind. Die Margen im Hypothekengeschäft sind deswegen deutlich höher als vor 2008.

Die Aktien der Kreuzfahrtgesellschaft Carnival sind in einem Jahr 50% gestiegen. Ist es Zeit, Gewinne zu realisieren?

Nein. Die Aktien sind zwar nicht mehr billig, aber ich sehe Carnival auch 2016 auf der Erfolgsschiene. Die Kreuzfahrtindustrie hat sich von der Krise nach den Zwischenfällen vor Giglio und Florida erholt und beginnt nun, gutes Geld zu verdienen. Die Treibstoffpreise fallen und wegen der starken Nachfrage können die Anbieter die Ticketpreise erhöhen. Mit der Öffnung Kubas erschliesst sich eine neue

«Die Kreuzfahrtgesellschaft Carnival beginnt nun, gutes Geld zu verdienen.»

Destination. Die Aussichten für die Branche sind sehr gut: Der demografische Wandel spielt ihr in die Hände. Die Generation der Baby-Boomer, die jetzt in Pension geht, hat Zeit und Geld für solche Reisen, gleichzeitig ist das Angebot begrenzt.

Was reizt Sie am britischen Papier- und Verpackungsunternehmen DS Smith?

Im Zeitalter des Rückgangs der Printmedien erscheint unser Engagement auf den ersten Blick kontraintuitiv. Doch DS Smith ist führend im Geschäft mit Kartonschachteln und vom Strukturwandel im Verlagswesen nicht betroffen. Die ganze Branche ist an Kapazitätsgrenzen gestossen, es liegen daher Preiserhöhungen drin. DS Smith ist ausserdem spezialisiert und bietet innovative Lösungen an, beispielsweise Kartonbehälter für Detailhändler, die sich auch zum Präsentieren der Ware eignen.

Was ist mit Volkswagen? Ist der Abgas-Skandal ein Anlass, um die Aktien leer zu verkaufen, oder bietet der Kurssturz eine Kaufgelegenheit?

Von solchen Aktien lasse ich die Finger. Es könnte eine riesige Klagewelle auf den Konzern zukommen. In Grossbritannien zum Beispiel werden Wagen mit niedrigen Abgaswerten weniger stark besteuert. Durch die gefälschten Werte wurde der Staat so um Steuergelder betrogen. Und stellen Sie sich vor, was das für das Leasing-Geschäft bedeutet, wenn die Autos wegen der höheren Abgaswerte auf einmal viel weniger wert sind. Man kann den Schaden nicht einmal annäherungsweise berechnen. Bei den Banken war das anders. Irgendwann war in etwa klar, wie hoch die Bussen ausfallen würden, und der Fall war erledigt.

INTERVIEW: PETER ROHNER

Markttechnik

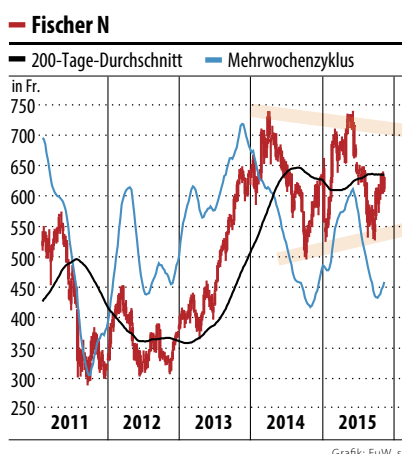
Georg Fischer und PSP Swiss Property

Kurzfristig ist nicht weitsichtig. Seit achtzehn Monaten wird der Kurs von Georg Fischer von wilden Schwankungen durchzogen. In einfach strukturierten technischen Analysen wird mal darüber berichtet, dass die zweijährige Aufwärtstrendlinie gebrochen sei. Wochen später ist dann von einer Rally die Rede, die letztlich aber auch nicht lange hält.

Georg Fischer hat in den vergangenen zwanzig Monaten einen grossen Triangle ausgebildet. Das sagt uns, dass die Aktie zurzeit ihren Aufwärtstrend konsolidiert. Und weil das ein mächtiger Aufwärtstrend ist, fällt nun auch die Auszeit entsprechend wuchtig aus. Dass die Kurse in einem Triangle hin- und hergerissen werden, bringt die Sache mit sich. Man kann hingehen und Gründe für die Konsolidierung suchen – und man wird auch welche finden. Dass es aber nicht gelingen wird, diese Anlässe freihändig genau im Chart zu verorten, weist schon darauf hin, dass die Sache nicht so einfach ist.

Die Momentum-Truppe

Georg Fischer N ist von 2012 bis 2014 von 300 auf 730 Fr. gestiegen. Investoren, die die Aktie 2013 kauften, haben sie wahrscheinlich meist nur noch wegen ihres Momentums erworben, oder weil sie meinten, damit relative Stärke ins Portfolio zu holen. Diese Investoren, die eigentlich nur kurzfristige Motive haben, hat der Titel in den letzten Monaten abgeschüttelt. Das ist auch für langfristige Investoren unangenehm, der Einstieg der Momentum-Truppe hatte lediglich Buchgewinne generiert.



Diese zu verlieren, hat nun eine neue Basis geschaffen.

Meine Erwartung ist, dass Georg Fischer noch einige Monate im Triangle verbleiben wird. Wenn der Zeitpunkt gekommen ist, wird dieser Triangle aktiviert und Fischer dann gegen 900 Fr. oder sogar etwas darüber steigen. Wie man nun mit dieser Situation umgeht, hängt davon ab, ob man Trader oder Investor ist und wirklich selbst auch weiss, was man will. Kursgewinne ohne Inkaufnahme von Kursschwankungen sind leider nicht im Angebot.

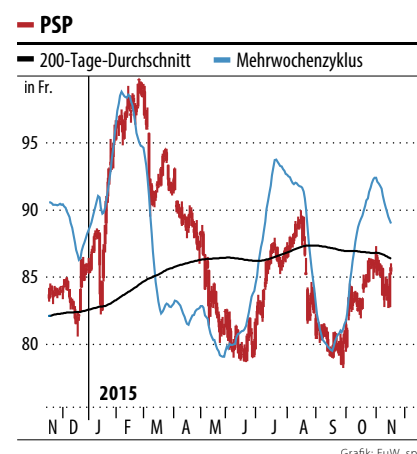
PSP? Nicht zwingend

Ich wurde gebeten, eine Einschätzung zu PSP Swiss Property abzugeben. Nun gibt es tatsächlich Konstellationen, die keine eindeutigen Strukturen zu erkennen geben. Als Analytiker kann man dann auf Teufel-komm-raus irgendwelche Linien zeichnen und zu interpretieren beginnen. Damit habe ich in meiner 25-jährigen Berufspraxis allerdings schlechte Erfahrungen gemacht. Was man aus einem Meter Abstand nicht sieht, das ist auch nicht.

Sie fragen: Soll man PSP trotzdem kaufen? Ich frage zurück: Weshalb? Aus relativer Sicht läuft PSP in etwa gleich wie der Stoxx 600, womit man aber besser diversifiziert wäre. Ausserdem gibt es Aktien wie Georg Fischer oder die letztthin analysierten Sonova, Riche-mont, U-Blox oder Nestlé, deren Charts eine bessere Visibilität bieten.

ROLAND VOGT www.invest.ch

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



Meinungen zur Börsenlage

Aktien Schweiz

Der Schweizer Aktienmarkt profitierte im Oktober von den beschwichtigenden Äusserungen Janet Yellens. Der Nullentscheid im September bezüglich Zinsen sei nicht als Verschieben auf unbestimmte Zeit zu verstehen. Zusätzlich liess die Unsicherheit wegen China nach. Bis Ende Jahr stehen zwei Fragen im Fokus: der Start des Zinserhöhungszyklus in den USA und die Marktbewertung. Den ersten Zinsschritt erwarten wir für Dezember. Nach dem leichten Kursrückgang im November ist der SPI wieder angemessen bewertet. Zum Jahresende hin gehen wir von nur noch leicht höheren Kursen aus. Wir bevorzugen mittel- und kleinkapitalisierte Werte mit ihrem höheren Risiko gegenüber den Standardwerten.

SWISS LIFE ASSET MANAGERS

China

Das Wachstum in China kühlt sich nur ab und bricht nicht ein. Auch wenn wir in Bezug auf die verdächtig präzisen und erstaunlich vorhersehbaren Konjunkturdaten so vorsichtig sind, gibt es bisher kaum Anzeichen für die befürchtete harte Landung. Neben der wirtschaftlichen Abkühlung kommt es auch zu einer Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft. Während sich bedeutendere Konjunkturindikatoren weiter abschwächen, zeigen sich die Dienstleistungssektoren robust. Und wenn es eine Zentralbank gibt, die

über den nötigen monetären Spielraum verfügt, dann die chinesische. Trotz mehrmaliger Senkung liegt das Leitzinsniveau immer noch bei 4,35%.

ROTHSCHILD

Asienleader Japan

Japan bleibt unser Asienfavorit. Alle Interventionspfeile sind noch nicht verschossen, und mit den jüngsten negativen BIP-Zahlen dürfte bald noch mehr fiskalischer und monetärer Stimulus folgen. Auch in China zeichnet sich eine Stabilisierung ab, zahlreiche Infrastrukturprojekte, die sich momentan im Bewilligungsstadium befinden, dürften im Verlauf von 2016 starten. Vielleicht hilft auch der immer noch schlafende Riese Indien für einen Kickstart in Asien. Wir können uns vorstellen, dass im Sog von Japan auch China und Indien 2016 positiv überraschen.

PREMIUM STRATEGY PARTNERS

US-Börse

Obwohl wir meinen, dass eine Zinserhöhung im Dezember eingepreist ist, sind wir zurzeit zurückhaltend mit grösseren Investitionen in US-Aktien und warten den definitiven Fed-Entscheid ab. Erst dann wird die Kursrichtung erkennbar, und wir werden sehen, ob wir uns auf eine Jahresendralle freuen können. Zu unseren Favoriten gehören Blue Chips, wie General Electric, J.P. Morgan Chase und PepsiCo.

BANK CIC (SCHWEIZ)