

Markttechnik

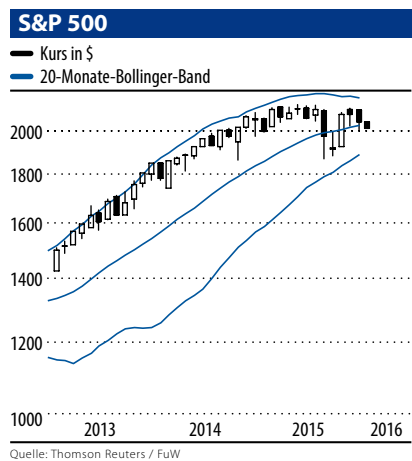
## Ein Mosaikstein namens Momentum

Die Finanzwissenschaft bezeichnet mit Momentum die Kursveränderung eines Objekts im Verhältnis zu einem anderen, zum Beispiel einer Aktie zu einem Index. Dafür steht in der technischen Analyse der Begriff der relativen Stärke. Momentum steht für die Geschwindigkeit der Veränderung von am Markt bezahlten Kursen. Die Unterscheidung ist angebracht. Das Kurs-Momentum einer Anzahl Aktien kann negativ sein. Fallen die Kurse mit geringerem Momentum als ein Index, der als Messlatte eingesetzt wird, ist die relative Stärke jedoch positiv. In einer Baisse kann es sinnvoll sein, relativ starke Aktien zu halten und dagegen Index-Futures zur Absicherung der Aktienpositionen leer zu verkaufen.

Das Momentum von Indizes kann ein sehr signifikanter Indikator sein. Solche liegen vor, wenn ein Trend mehrere Jahre gedauert hat oder im Vergleich zu anderen vorangegangenen Trends auffällig stark ist, das Momentum sich entweder noch in Begleitung von euphorischen Kommentaren beschleunigt oder längere Zeit flach verläuft. In beiden Fällen muss zusätzlich eine schrumpfende Marktbreite nach einer Hausse bzw. eine sich ausdehnende Marktbreite nach einer Baisse dazukommen.

### Die spontane Ordnung

Haussemärkte sind, bevor sie in eine Baisse münden, teuer, wobei ich das Shiller-KGV verwende, um diese Größe zu bestimmen. Baissemärkte erscheinen oft noch teuer, wenn Baissetrends zu drehen beginnen. Es sieht so aus,



Quelle: Thomson Reuters / FuW

Meinungen zur Börsenlage

## Aktien Schweiz

Wir setzen in unserem Swiss Equity Investment Portfolio auf Aktien mit guter Qualität, interessanter Dividendenrendite und einer defensiveren Ausrichtung. Darunter fallen Nestlé, Roche, Novartis, Givaudan, Swiss Re oder im Industriebereich Barry Callebaut und Sonova. Die mit etwas mehr Risiko behafteten «Wetten» in unserem Portfolio lauten Swatch, Richemont und SGS. Bobst und Conzzeta stellen langfristig interessante strategische Transformationsfälle dar, und bei Inficon glauben wir an weiteres strukturelles Wachstum.

NEUE HELVETISCHE BANK

## China

Wir glauben, dass technische Treiber, zum Beispiel die noch in diesem Monat in Kraft tretende Aufhebung des Leerverkaufsverbots für Grossaktionäre, aktiv zu der Verkaufswelle vom Montag an den chinesischen Börsen beigetragen haben. Unseres Erachtens sind die Fundamentalfaktoren Chinas stärker als von den jüngsten PMI-Daten angezeigt. Die Eskalation der Spannungen zwischen Saudi-Arabien und dem Iran hat das bereits negative globale Risikoklima noch verstärkt. Der Ölpreis hielt sich aufgrund der Spannungen im Nahen Osten zunächst im positiven Bereich, musste dann aber die gesamten Gewinne abgeben, da negative fundamentale Faktoren den geopolitischen Einfluss überwoogen.

CREDIT SUISSE

das nach einer Baisse die Fähigkeit von Unternehmen, ihre Gewinnmargen zu verbessern, systematisch unterschätzt wird.

Ich analysiere die US-Börse tiefer als alle anderen, weil sie der «Konzertmeister» ist. Die Analyse der anderen Börsen wird so angehängt, dass Länderindizes am S&P 500 und Sektorindizes an den entsprechenden Sektorindizes der USA gemessen werden. Daraus ergibt sich für mich die spontane Ordnung, die sich der Markt gibt und die meine Positionierung bestimmt.

### Risiko reduzieren

Die US-Börse beendete das Jahr 2015 in einer eher negativen technischen Verfassung. Das Momentum des S&P 500 befand sich während des ganzen Jahres je nach Messverfahren auf null oder darunter. Gleichzeitig wies das Shiller-KGV während des ganzen Jahres einen hohen Wert auf. Die Marktbreite war seit längerem rückläufig. Das zeigt sich an der relativen Schwäche des gleichgewichteten S&P 500 im Vergleich zum kapitalisierungsgewichteten S&P 500 und wird durch die relative Schwäche des S&P 600 Small Cap und des S&P 400 Mid Cap zum S&P 500 ebenso bestätigt wie durch die relative Stärke des S&P 100 zum S&P 500. Das alles und viele andere kleine gleichgerichtete Hinweise deuten das Ende der Hausse an, die im März 2009 begonnen hatte.

Liegt eine solche Marktverfassung vor, braucht es wenig, um aus einer Seitwärtsbewegung einen Bärenmarkt auszulösen. Signale wie in den USA fehlen in Japan und Europa. Wenn das Verhältnis vor allem der europäischen Börsen, aber auch etwas weniger ausgeprägt in Japan zum S&P 500 seit Ende des Zweiten Weltkrieges nicht völlig umgeschrieben werden muss, fallen diese Märkte, wenn es zu einer Baisse in New York kommt. Von Letzterem sind wir wahrscheinlich nicht weit weg. Die Zeit ist aus meiner Warte reif für eine dezidierte Risikoreduktion im Depot, wobei die konkreten Massnahmen der Risikofähigkeit und den Kenntnissen des Anlegers entsprechen müssen.

ALFONS CORTES www.unifinanz.li

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

## Erdöl

Der Preis für die europäische Mischsorte Brent sollte, nachdem das derzeitige Stimmungstief überwunden ist, in den kommenden zwölf Monaten um 45 \$ pro Barrel seitwärts oszillieren (aktueller Preis 37 \$). Das reicht aus, dass die im vergangenen Jahr eingeleiteten Massnahmen zum «Downsizing» des Angebots (besonders der Schieferölförderung in den USA) in diesem Jahr fortgesetzt werden. Angebot und Nachfrage sollten sich wieder stärker annähern. Ein grösserer Preisanstieg ist angesichts der hohen Lager aber wenig wahrscheinlich. Frühestens im Jahr 2017 erscheint ein Rohölpreis dauerhaft oberhalb der Marke von 50 \$ realistisch.

DZ PRIVATBANK

## US-High-Yields

Wir halten nach der Korrektur besonders US-Hochzinsanleihen abseits des Energiesektors bei derzeit 6 bis 8% Rendite für sehr interessant. Wir rechnen nur mit einem graduellen Zinsanstieg in den USA, das US-Wirtschaftswachstum sollte mit 2,25 bis 2,75% ausreichend, aber nicht zu hoch sein. Ohne Rohstoffe und Energie dürften die Ausfallraten stabil bleiben, da sich die meisten Unternehmen langfristig refinanzieren haben, und auch die Bewertungen sind attraktiv. Nicht zuletzt haben sich High Yields in vergangenen Zinszyklen in den Monaten nach der ersten Leitzinserhöhung überdurchschnittlich entwickelt.

PIMCO

# «Für Stabilität werden enorme Preise bezahlt»

**MITTWOCHSINTERVIEW** Martin Wirth und Raik Hoffmann von Frankfurt Performance Management mögen zyklische Aktien, die vom Markt ungerechtfertigt abgestraft werden.

**Herr Wirth, Herr Hoffmann, was halten Sie als Value-Investoren von den allseits beliebten defensiven Wachstumswerten?**

**Wirth:** Wegen der traumatischen Nachkrisenerfahrungen sind Investoren bereit, für Stabilität, wie Fresenius oder Beiersdorf sie bieten, enorme Preise zu bezahlen. Mit Unsicherheit und Gewinnwarnungen will der Markt nichts mehr zu tun haben. Wir sind jüngst bei Deutz eingestiegen, die nach einer Gewinnwarnung 40% einbrachen und trotz solider Bilanz und guter Substanz 30% unter Buchwert handelten.

**Warum hat Deutz die Erwartungen nicht erfüllt?**

**Wirth:** Das Unternehmen produziert Dieselmotoren unter anderem für Land- und Baumaschinen. Der Absatz ist 2015 aus zwei Gründen gesunken. Einerseits wurde in Europa Anfang 2015 eine neue Abgasnorm eingeführt. Motoren, die 2014 bestellt wurden, durften aber noch verbaut werden, was Vorzieheffekte zur Folge hatte. Andererseits wurden wegen der fallenden Preise für landwirtschaftliche Güter 30% weniger Landmaschinen verkauft – diesem Trend konnte sich Deutz nicht entziehen. Aus diesen Gründen ist der Umsatz 2015 20% geschrumpft, statt 10% wie vom Markt erwartet.

**Wie bewerten Sie das Unternehmen angesichts dieses Umsatzeinbruchs?**

**Wirth:** Deutz hat zwei Bereiche, Kompakt- und grössere, massgeschneiderte Motoren. Letzterer zeichnet sich durch längere Auftragslaufzeiten und Margen über 10% aus und ist demnach relativ stabil. Allein diese Einheit ist so viel wert wie das ganze Unternehmen. Der Bereich Kompaktmotoren schreibt 2015 zwar Verlust, doch das dürfte vorübergehend sein. Wenn sich die Margen in Europa normalisieren, handelt die Aktie zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 4.

**Industrieaktien scheinen wegen der schleppenden Konjunktur generell ausser Mode zu sein.**

**Wirth:** Das kommt auf den Bereich an. Gabelstaplerhersteller wie Jungheinrich sind extrem beliebt, denn schliesslich läuft der Internetversand auf Hochtouren. Und das Unternehmen liefert gute Zahlen. Es stimmt einfach alles: Rekordmarge, Rekordgewinn und darauf eine rekordhohe Bewertung. Wer zweifelt denn schon, dass ein tolles Unternehmen in einer tollen Branche eine blendende Zukunft vor sich hat? Nur: In den Analystenberichten von 2008 stand davon nichts.

**Das ist doch ein typisches Marktverhalten.**

**Wirth:** Die Amerikaner sprechen von Time Horizon Arbitrage. Der Markt kümmert sich nur um die nächsten ein bis zwei Quartale, der Rest ist ihm egal. Deshalb besteht für längerfristige Investoren, die auf normalisierte Gewinngrössen abstellen, eine Art Free Lunch.

**Der Autovermieter Sixt, eine Ihrer grössten Positionen, weist ein KGV von rund 19 auf. Was ist daran Value?**

**Wirth:** Als wir Sixt gekauft haben, handelte die Aktie zum Buchwert, warf 5% Dividendenrendite ab, und das Unternehmen wuchs mehr oder weniger unbemerkt vor sich hin. Das änderte sich, als Sixt vor ein paar Jahren den Sprung in die USA wagte und nun quer durch das Land expandiert. Der US-Mietmarkt ist riesig – allein in Florida werden so viele Autos gemietet wie in ganz Deutschland. In der Folge wurde Sixt vom Markt entdeckt. Inzwischen wird der Autovermieter als Wachstumsunternehmen mit entsprechender Bewertung betrachtet.

**Warum stossen Sie den Titel nicht ab?**

**Wirth:** In den USA kann Sixt noch gut zehn Jahre expandieren – und dies mit geringem Investitionsaufwand. Deshalb kann das Unternehmen den grössten Teil der Gewinne ausschütten, die auf Konzernstufe im mittleren bis hohen einstelligen Bereich wachsen.



Martin Wirth (links) und Raik Hoffmann suchen an der deutschen Börse nach unterbewerteten Aktien. Dabei stellen sie auf normalisierte Gewinngrössen ab.



BILDER: ZVG

**Wie hoch schätzen Sie das Potenzial ein?**

**Wirth:** Vereinfacht ausgedrückt entspricht der Ertrag einer Aktienanlage der Rendite des freien Cashflows – also freier Cashflow im Verhältnis zur Marktkapitalisierung – zuzüglich des Wachstums desselben. Wir investieren nur, wenn eine Aktie mehr als 10% jährlichen Ertrag verspricht – und das ist bei Sixt immer noch möglich.

**Warum gerade 10%?**

**Wirth:** Aktien rentieren langfristig rund 8% pro Jahr. Ein Ertrag von jährlich 10% entspricht deshalb – als eine grobe Näherung – einer Sicherheitsmarge von 20%.

**Weshalb ist der Investitionsaufwand bei Sixt gering?**

**Wirth:** Der Vermieter muss zwar Autos erwerben, die nach einem halben Jahr aber zu fixierten Preisen an die Hersteller zurückverkauft werden. Die Ausstattung der Schalter an Flughäfen und Bahnhöfen ist in der Regel ebenfalls relativ günstig. Das ist ein grosser Unterschied zu einem Chemieunternehmen wie BASF oder einem Versorger. Eine neue Fabrik oder ein neues Kraftwerk bedingen hohe Investitionen und können nicht einfach abgestossen werden.

**Günstig ist der Autovermieter aber nicht mehr. Wo finden Sie denn – abgesehen von Deutz – unterbewertete Aktien?**

**Wirth:** Wir haben Lufthansa gekauft. Auf Basis des für 2015 erwarteten Gewinns handelt die Aktie mit einem KGV von 6. Mit Eurowings verfügt die Airline seit 2012 über eine Tochtergesellschaft, die Verbindungen von Lufthansa übernehmen kann – und dies bei einer Kostenbasis, die mit Easyjet und Ryanair vergleichbar ist.

**Hoffmann:** Kontron baut Embedded-Computer beispielsweise für Medizin- und Militärtechnik sowie für Transport und Verkehr. Das stellt hohe Anforderungen an die Sicherheit, da sichergestellt werden muss, dass Unberechtigte das System nicht hacken können. Im Jahr 2000 war Kontron noch ein Glamour Stock, die Aktie handelte über 70€. Nach einer Reihe von Managementfehlern und -wechseln wurde das Unternehmen zum Restrukturierungsfall, der Kurs stürzte diesen Sommer auf 2.50€ ab, was 3% Marge ohne Wachstum implizierte. Da haben wir zugeschlagen, weil wir überzeugt waren, dass das Unternehmen mit dem seit drei Jahren amtierenden CEO mehr als 3% verdienen kann.

**Günstig erschienen im Höhepunkt des VW-Skandals auch Autowerte. Haben Sie damals zugekauft?**

**Die grössten Positionen**

FPM Funds Stockpicker	FPM Funds Stockpicker
Germany All Cap	Germany Small/Mid Cap
Elumeo	Süss MicroTec
Volkswagen	Elumeo
Sixt	Klöckner
Allianz	Lufthansa
SAP	Grammer
Deutsche Bank	Leoni
Lufthansa	Kontron
Commerzbank	Heidelberger Druckmaschinen
Talans	S&T
Daimler	Sixt
Freetnet	GFK
Rheinmetall	Rheinmetall
Vossloh	Aareal Bank
Grammer	Takkt
Heidelberger Druckmaschinen	Centrotec Sustainable

Daten per 31.12.2015

Quelle: Frankfurt Performance Management

**Wirth:** Nein, denn die Unsicherheit war erheblich.

**Kaufen muss man doch, wenn die Kanonen donnern.**

**Hoffmann:** Manchmal kauft man lieber 10% höher und hat dafür eine bessere Visibilität.

**Wirth:** Wir sind zwar Value-Investoren, wissen aber, dass Momentum ein gewaltiges Konzept ist. Deshalb macht es Sinn, schrittweise vorzugehen. So kauften wir Sixt in Raten, weil das Unternehmen tief ansagte und später die Erwartungen übertraf, was die Kurse höher trieb. Bei VW ist es umgekehrt. Bis sich dort der Nebel lichtet, kann es dauern – die schlechten Nachrichten halten an. Der Druck auf den Gewinn bleibt bestehen, weil VW bisher nicht genug Rückstellungen gebildet hat. Das gleiche Problem hat die Deutsche Bank.

**Inwiefern?**

**Wirth:** Die Bank schleppt derzeit noch Altlasten mit, die in fünf Jahren wohl abgeschrieben sein werden. Dann wird sie mit den Gewinnen, die sie heute schon erzielt,

*«Der Markt kümmert sich nur um die nächsten ein bis zwei Quartale. Deshalb besteht für langfristige Investoren eine Art Free Lunch.»*

über Buchwert handeln. Die Perspektive, jedes Jahr 15% zu verdienen, ist deshalb gut. Wenn Mid Caps aber wie in den letzten Jahren unabhängig von der Bewertung 25% pro Jahr steigen, während die Deutsche Bank wegen der Abschreibungen auf den Altlasten nicht vom Fleck kommt, reiten wir ein totes Pferd. Wenn wir das mit allen Titeln machen, haben wir zwar ein günstiges Portfolio, aber keine Investoren mehr.

**Hoffmann:** Perfekt ist, wenn Value und Momentum zusammentreffen, wenn also investiert wird, wenn Kurse und Gewinne anziehen.

**Wie wichtig ist der Faktor Qualität für Ihre Aktienauswahl?**

**Wirth:** Wir fragen uns, was wir mit wie viel Risiko verdienen können. Qualität oder nicht, Wachstum oder nicht, das ist sekundär. Wir freuen uns aber, wenn wir ein Wachstumsunternehmen wie Leoni zu einer Value-Bewertung kaufen können.

**Können Sie das ausführen?**

**Wirth:** Leoni wächst seit fünfzehn bis zwanzig Jahren mit hohen einstelligen Raten. Trotzdem wird der Autozulieferer nicht als Wachstumsunternehmen wahrgenommen. Dass es auch anders geht, hat ElringKlinger gezeigt, ebenfalls ein Autozulieferer. Das Unternehmen wächst respektabel, aber nicht schneller als Leoni. Dennoch waren Investoren zeitweise bereit, ein KGV von 20 zu bezahlen, weil ElringKlinger als qualitativ hochwertig angesehen wurde.

INTERVIEW: GREGOR MAST