

MÄRKTE IM BLICK

Keine gewöhnliche Börsenschwäche

Weder Rezession noch Kreditkrise belasten die Aktienmärkte, sondern die Normalisierung der Geldpolitik

WERNER GRUNDELHNER

Die Börsenweisheit «Wie der Januar, so das ganze Jahr» tönt für 2022 wie eine Drohung. Der erste Monat des Jahres ist zwar noch nicht ganz vorbei – doch die Tendenz wird sich nicht mehr ändern. Die Börsen waren von Unsicherheit geprägt, volatil und tendierten zur Schwäche. Insbesondere die Börsenlieblinge der letzten Jahre: Aktien von Unternehmen, die neue Technologien entwickeln, für welche die Zukunft ein rosiges Wachstum versprach, kamen unter die Räder. Für diese Korrektur in den Tech-Titeln waren vor allem Inflationen- und Zinsängste verantwortlich. Ziehen die Zinsen an, wird Sparen wieder attraktiver, Investieren teurer und die Bewertung von potenziellen Einnahmen, die erst in einigen Jahren anfallen, werden in der Gegenwart – wegen eines höheren Diskontierungssatzes – weniger wert.

«Die aktuelle Korrektur ist kein typischer Ausverkauf gewesen, wie in Zeiten eines Abwärtstrends aufgrund einer starken Verschlechterung der konjunkturellen Lage üblich», sagt Anastassios Frangulidis, Marktstratege bei Pictet. Zwar hätten die sogenannten «Deep Value»-Titel wie die Energiewerte sowie vereinzelt Aktienmärkte wie etwa der brasilianische eine positive Performance gezeigt. Doch die meisten anderen Aktien- und Anlage-segmente wie beispielsweise die Obligationenmärkte haben negativ abgeschnitten. Deshalb seien die Diversifikationsmöglichkeiten beschränkt gewesen, was für viele ausgewogene Portfolios zu einer Minus-Performance für Januar führt.

Das Comeback der Erdölaktien

Die technologielastige US-Börse Nasdaq hat seit Jahresbeginn über 14 Prozent eingebüsst. Die grössten Rückschläge verbuchten dabei die Aktien des Impfstoffherstellers Moderna und jene von Netflix, die rund 40 Prozent preisgaben. Aber auch die Papiere von Schwergewichten wie Apple, Alphabet (Google) und Microsoft haben 10 Prozent verloren. Eindrücklich zeigt die Siegerliste aus dem breiten US-Index S&P 500, wie der Wind gedreht hat. Alle zehn Aktien, die seit Jahresbeginn zwischen 20 und 35 Prozent zugelegt haben und den Index anführen, stammen aus dem Erdölbereich.

In der Schweiz gehörten wachstumsstarke Unternehmen, die in den letzten Monaten den Wert verdoppelt haben, zu den grössten Verlierern. Die Titel von VAT, Straumann, Bachem, Swissquote und Polypeptide haben im Januar rund ein Viertel eingebüsst. «Der Rücksetzer ist eine Folge der Preis Anpassung von stark überbewerteten Unternehmen, die im Umfeld von steigenden Zinsen ihre Mühe bekunden dürften», sagt Nicola Jenni, Anlagestratege von Swisspartners.

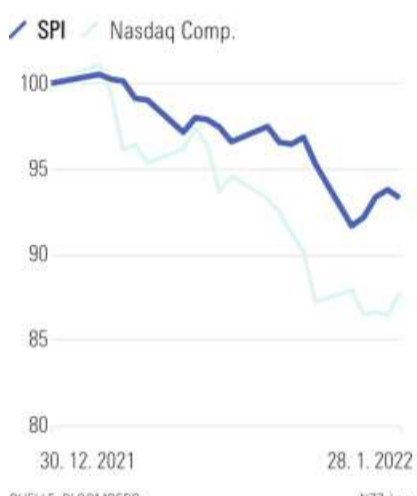
Wie üblich in einer Korrektur leide der gesamte Aktienmarkt. Es gelte deshalb, zu unterscheiden, welche Unternehmen in einem höheren Zinsumfeld weiterhin solide Umsätze und Gewinnzuwächse erzielen könnten. Diesen Titeln spricht Jenni weiteres Kurspotenzial zu. Er glaubt nicht, dass die Korrektur lange andauern wird. «Gleichzeitig ist die Zeit vorbei, in der Investoren, unabhängig von der Ertragslage der Unternehmen, satte Kursgewinne verbuchen können», fügt er an.

Die Fed-Sitzung vom Mittwoch, an der die erwarteten Zinserhöhungen konkretisiert und das Ende der Wertschriftenkäufe und ein Abbau der aufgeblähten Fed-Bilanz angekündigt wurden, vermochte die Börsen nur kurz zu beruhigen. Die Finanzmärkte sind laut Jenni früh auf die Ankündigung vorbereitet worden. «Wie sensibel Anleger aber derzeit auf Äusserungen der Notenbank reagieren, zeigte sich noch während der Pressekonferenz, als die Anleiherenditen in die Höhe schossen und die Aktienkurse ihre Tagesgewinne einbüssteten.»

«Die Geldpolitik der US-Notenbank Fed war im Verhältnis zu ökonomischen Entwicklung tatsächlich zu locker, das Fed war «behind the curve» und muss jetzt aufgrund des Inflationsanstiegs reagieren», sagt Frangulidis. Solange der

Ein trüber Jahresbeginn

SPI und Nasdaq Composite in Franken, indiziert, 100 = 30. 12. 2021



QUELLE: BLOOMBERG

NZZ / gfu.

verursachte Anstieg der Realzinsen nicht übermässig hoch sei, wirke die Anpassung der Geldpolitik bereinigend und bringe die hohen Bewertungen einiger Marktsegmente auf ein gesünderes Niveau.

Die Reaktion der Notenbanken auf die Pandemie war gemäss Christian Gattiker, Chefstratege für Julius Bär, die grösste konzentrierte Ausweitung der Geldmenge in der modernen Geschichte. «Für jede 100 Dollar vor der Krise fliegen heute 130 Dollar herum.» Das stelle die Reaktion auf die grosse Finanzkrise 2008 bei weitem in den Schatten. Dass hier irgendwann nach Abklingen der Pandemie eine Normalisierung ansetze und damit die Zinsen steigen würden, komme nicht überraschend. Überraschend sei dagegen, dass die Zentralbank eine eigentliche Kehrtwende überlege.

Die Finanzmärkte gesunden

Angesichts der Turbulenzen geht oft vergessen, dass nach Jahren der Nullzins- und ultraexpansiven Geldpolitik die US-Notenbank nur eine Normalisierung der Geldpolitik einleitete, die angesichts des starken Wirtschaftswachstums, des gesunden Arbeitsmarkts sowie der positiven Meldungen rund um Corona auch angezeigt ist. Die tiefen Zinsen und die Liquiditätsflut führten an den Finanzmärkten zu vielen Übertreibungen, welche die Finanzmärkte anfällig für Kurskorrekturen machten. Die Normalisierung der Zinsen dürfte gemäss Jenni deshalb zur Gesundung der Finanzmärkte führen.

Weil die Fed-Geldpolitik weniger unterstützend wird, verursacht das ge-

mäss Frangulidis an den Aktien- und Kapitalmärkten mehr Volatilität. Restriktiv wirke sie aber noch nicht. «Somit sind die Chancen hoch, dass die aktuelle Korrektur nicht der Start einer nachhaltigen Abwärtsbewegung darstellt», sagt der Pictet-Stratege. Diese werde erst beginnen, wenn der Restriktionsgrad so hoch werde, dass die ökonomische Lage und damit das Gewinnpotenzial der Unternehmen sich stark verschlechterten. Die Bärenmärkte der Vergangenheit haben gezeigt, dass grosse Korrekturen meist mit einer Rezession oder Kreditkrise einhergehen. Beides ist in den massgebenden Volkswirtschaften aber nicht in Sicht.

Korrektur oder Baisse?

Man könne momentan die Frage nicht beantworten, ob es an der Börse nur eine weitere Korrektur in einer langen Aufwärtsbewegung oder der Anfang einer Baisse sei, sagt Gattiker. «Im Wesentlichen hängt es davon ab, wie die Zentralbanken – allen voran das Federal Reserve – die Normalisierung durchführen.» Vom Gas zu gehen, sei selbstverständlich richtig. Auf die Bremse zu gehen, wäre im jetzigen Umfeld fragwürdig. Mit der Bilanzverkürzung auch noch den Rückwärtsgang einzulegen, wäre desaströs.

Das Risiko, dass das Federal Reserve unter politischem Druck einknickt, die Finanzmärkte zum Einbrechen bringt und die Wirtschaft abwürgt, ist gemäss

Oft geht vergessen, dass die US-Notenbank nur eine Normalisierung der Geldpolitik einleitete.

das Bär-Strategen wohl das grösste Risiko derzeit an den Börsen. Gattiker geht aber davon aus, dass das Fed vorher zur Vernunft komme. Von daher teilt er die Meinung, dass es einen «Fed-Put» gibt, also einen Level, auf dem das Federal Reserve das Straffen aussetzt. Aber ob dieser Put 5, 15 oder 20 Prozent unter den jetzigen Niveaus liegt, darüber werde derzeit unter den Börsianern heiss diskutiert.

In den letzten Tagen führten die Umsatzzahlen von Apple, Engagements von Hedge-Funds bei Netflix und starke US-Konjunkturzahlen für 2021 zu einer Aufholbewegung in gewissen Tech-Werten.

Ist es bereits wieder Zeit für die nächste Rotation – nachdem zum Jahreswechsel viele Strategen dazu geraten haben, von Wachstums- in Substantitel zu wechseln?

Die Analytiker von Nikko Asset Management erinnern daran, dass es zu Beginn einer Marktrotation etwas wahllos zugehen kann. Eilig zusammengestellte Gruppen von Aktien würden oft nur wegen oberflächlicher Ähnlichkeiten zusammen gehandelt. Dies gelte vor allem dann, wenn der Ausgangspunkt für die Rotation im historischen Vergleich extrem ist – wie im gegenwärtigen Fall. Auch zu Beginn des Jahres seien die Rotationen oft am heftigsten. Die Preisfindung könnte also noch eine Weile dauern.

China tickt anders

«Wir haben unsere Portfolios bereits im Dezember ausgewogen positioniert und sehen derzeit von weiteren Umschichtungen ab», sagt Jenni. Nicht alles, was «Growth» sei, sei zu teuer, und nicht alles, was «Value» sei, sei tatsächlich unterbewertet. Value-Aktien hätten bereits eine deutliche relative Aufwertung erhalten, weshalb Swisspartners den Fokus von der Faktor-Rotation wieder vermehrt auf die Unternehmensselektion lege. «Ohnehin lohnt es sich, nicht zu einseitig investiert zu sein, zumal das Inflationsniveau weiterhin durch Corona verzerrt ist», ergänzt Jenni. Sollte das Preisniveau im Jahresverlauf wie erwartet zurückkommen, dürfte dies auch den weiteren Pfad der Geldpolitik beeinflussen und die Frage der Sektor-Rotation erneut aufbringen.

Die wirkliche Gelegenheit werde sich erst zeigen, wenn die Fed-Politik absehbar sei, sagt Gattiker. Bis dahin fahre er zweigleisig: eine ausgewogene Mischung aus den langfristig attraktivsten Sektoren in Growth und Value. Einstiegschancen würden sich gerade nach Präsentation der Unternehmenszahlen vor allem auf Stufe Einzeltitel finden.

Angesichts des Anstiegs der Realzinsen sei es sinnvoll, mehr Value-Aktien zu halten, sagt Frangulidis. Das heisse auch, dass der Anteil der US-Aktien zugunsten anderer zyklischerer Regionen wie beispielsweise Europa reduziert werde. «Nach der Korrektur eröffnen Engagements in zyklischen Bereichen wie bei globalen zyklischen Konsumgütern oder bei Finanzwerten Chancen», sagt der Pictet-Stratege. Auch der chinesische Aktienmarkt sei nach seiner Korrektur interessanter geworden. Dort rechnet Frangulidis mit einem anderen geldpolitischen Zyklus als im Westen, denn die Geldpolitik wird dort wieder expansiver.

Rendite ohne Risiko

THOMAS FUSTER

Die Schweizer Währung sorgt für Schlagzeilen in Slowenien. Dort und in vielen weiteren Staaten Zentraleuropas war es lange Zeit sehr populär, sich in Franken zu verschulden. Weil die Schweizer Zinsen niedriger sind als jene Sloweniens, wirkten Frankenkredite billiger als Eurokredite. Das änderte sich aber, als der Franken nach Aufhebung des Euro-Mindestkurses zulegte. Nun sorgte die Aufwertung dafür, dass die Zinszahlungen anzogen und einige Schuldner in Not gerieten.

Pech gehabt, könnte man sagen. Der Finanzausschuss des slowenischen Parlaments sieht das aber anders. Er präsentiert der am Montag startenden Session ein Gesetz, das Schuldner grosszügige Hilfe verspricht: Sollten Inhaber von Frankenkrediten wegen einer Wechselkursveränderung von mehr als 10 Prozent einen Nachteil erlitten haben, wäre dieser Verlust von den kreditgebenden Banken zu tragen. Gelten würde die Regelung rückwirkend für alle zwischen Mitte 2004 und Ende 2010 geschlossenen Verträge, und zwar für bestehende, schon zurückbezahlte, konvertierte oder verkaufte Kredite.

Nicht nur die Geschäftsbanken, auch die slowenische Nationalbank und die Europäische Zentralbank schlagen Alarm. Sie haben gute Gründe. Regeln im Nachhinein abzuändern, unterminiert die Rechtssicherheit. Es ist zudem stossend, wenn Kreditnehmer zwar vom Vorteil niedriger Frankenzinsen profitieren, sie das damit verbundene Währungsrisiko aber an die Banken abwälzen können.

Dies wäre ein Affront für all jene Sloweninnen und Slowenen, die vorsichtig kalkulierten und sich für einen Kredit in heimischer Währung entschieden. Wer eine höhere Rendite will, muss das Risiko tragen. Es ist zu hoffen, dass solche Eigenverantwortung weiterhin auch in Slowenien gilt.

Nachhaltige Fast Fashion?

RUDOLF HERMANN

Krise? Welche Krise? Wenn man, wie der schwedische Bekleidungskonzern H&M, im letzten Quartal 2021 nicht nur einen Gewinnzuwachs von 64 Prozent gegenüber der Vorjahresperiode erzielte, sondern auch 43 Prozent mehr Profit als im noch präpandemischen vierten Quartal 2019, darf man diese rhetorische Frage wohl durchaus so stellen. In jedem Fall verströmte die H&M-Chefin Helena Helmersson am Freitag bei der Präsentation der jüngsten Resultate beste Laune. Der Umsatz, sagte sie, sei zurück auf dem Niveau von vor Corona und die Profitabilität die beste seit mehreren Jahren.

Die Pandemie kann bei H&M damit als abgehakt gelten. Nun richtet der Konzern, die globale Nummer zwei hinter der vor allem mit der Marke Zara bekannten Inditex-Gruppe, den Blick nach vorn. Bis 2030 will H&M den Umsatz gegenüber 2021 verdoppeln. Dazu sind Investitionen nötig. Bereits dieses Jahr will man deshalb mit rund 10 Milliarden schwedischen Kronen (1 Milliarde Franken) doppelt so viel Geld in die Hand nehmen wie ursprünglich geplant.

Komplizierter könnte es mit der Erfüllung des zweiten 2030-Ziels werden: der Reduktion des klimatischen Fussabdrucks um die Hälfte. Das Geschäftsmodell von H&M beruht, wie auch bei seinem Hauptkonkurrenten Inditex, auf sogenannter Fast Fashion – preisgünstigen Kollektionen, die in rascher Abfolge wechseln. Ein wachsender Online-Markt kommt diesem Modell zwar entgegen, aber punkto ökologischer und sozialer Nachhaltigkeit hat es keinen guten Ruf.

Kreislaufwirtschaft, nachhaltige Materialien oder emissionsarme Transporte sind deshalb Schlagworte für eine zukunftsgerichtete Textilbranche. Die Frage, ob das Prinzip von Fast Fashion damit überhaupt vereinbar ist, ist damit allerdings noch nicht beantwortet.

AUSGEWÄHLTE BÖRSENKURSE IM WOCHENVERGLEICH

	Schluss 21.01.	Schluss 28.01.	% Woche	% 2022	% 1 Jahr	Volatilität	52 Wochen Hoch	52 Wochen Tief
Banken und Finanzdienstleistungen								
Credit Suisse Group N	8.88	8.56	-3.56	-3.47	-28.63	30.34	13.50	8.00
EFG N	7.18	6.95	-3.20	0.00	12.28	27.27	8.08	5.41
Julius Bär N	62.68	59.86	-4.50	-2.16	8.32	23.62	67.50	51.70
LLB N	56.50	55.20	-2.30	4.94	7.39	17.72	57.50	49.50
Partners Group N	1303.00	1232.00	-5.45	-18.55	14.87	25.31	1667.00	1049.50
Swissquote N	158.80	149.20	-6.05	-25.59	51.17	40.98	212.50	95.80
UBS Group N	17.49	16.94	-3.17	3.14	27.52	22.85	18.00	12.79
Valiant N	93.40	92.60	-0.86	1.42	6.68	16.74	103.40	84.50
Vontobel N	78.65	74.80	-4.90	-6.38	2.19	23.97	89.70	66.55
Bau und Material								
Arbonia N	21.40	21.70	1.40	5.34	52.39	24.30	21.75	13.74
Forbo N	1782.00	1736.00	-2.58	-7.17	12.44	19.48	2040.00	1518.00
Geberit N	641.80	616.40	-3.96	-17.28	11.30	18.03	780.00	528.60
Holcim N	50.26	49.58	-1.35	6.60	2.02	19.90	58.46	43.18
Implemia N	22.98	21.90	-4.70	5.49	-15.25	32.99	30.88	17.81
Chemie								
Clariant N	19.82	19.39	-2.14	2.05	0.70	20.47	20.70	16.93
EMS-Chemie N	945.00	915.50	-3.12	-10.33	7.52	19.66	1046.00	793.50
Givaudan N	4149.00	3818.00	-7.98	-20.33	2.41	18.18	4871.00	3401.00
Sika N	327.40	310.30	-5.22	-18.39	25.68	23.51	395.70	236.80
Dienstleistungen								
Adecco Group N	48.01	43.07	-10.29	-7.58	-22.95	26.44	67.04	41.85
DKSH Holding N	74.30	73.70	-0.81	-2.12	2.15	19.20	77.95	66.90
Dufry N	48.00	46.92	-2.25	3.92	-6.79	43.72	70.66	38.22
Flughafen Zürich N	174.40	168.70	-3.27	2.80	11.50	24.33	181.10	140.70
Kühne + Nagel N	261.30	253.50	-2.99	-13.89	21.88	26.85	364.60	201.60
SGS N	2688.00	2612.00	-2.83	-14.28	-4.46	15.05	3076.00	2501.00
Energie								
BKW N	110.40	108.60	-1.63	-8.43	6.05	19.61	129.60	93.60
Gesundheit								
Alcon N	71.20	69.06	-3.01	-14.47	5.18	23.64	81.40	60.14
Bachem Hold. N	542.00	536.00	-1.11	-25.14	48.48	37.96	855.00	317.50
Basilea Pharm. N	46.56	43.50	-6.57	6.30	-14.96	31.57	61.95	36.60
Lonza N	642.40	629.00	-2.09	-17.41	10.35	25.21	785.40	516.20
Novartis N	79.87	79.37	-0.63	-1.13	-4.18	14.72	86.92	73.01
Roche GS	360.65	355.45	-1.44	-6.24	12.11	17.16	384.20	293.05
Siegfried N	746.00	735.00	-1.47	-17.37	14.22	26.03	943.50	628.00
Sonova N	323.30	320.30	-0.93	-10.48	42.36	28.85	402.00	215.40
Straumann N	1542.50	1485.00	-3.73	-23.34	46.31	30.93	2108.00	988.60
Tecan N	448.60	444.40	-0.94	-20.00	1.46	35.69	602.00	357.00
Vifor Pharma N	161.10	163.40	1.43	0.71	30.25	36.33	164.30	102.30
Immobilien								
Allreal N	198.60	199.00	0.20	-1.49	3.22	14.22	207.50	179.20
Mobilität								
Mobimo N	299.00	299.00	0.00	-2.13	6.22	16.08	336.50	275.00
Orascom N	10.74	10.34	-3.72	-3.90	2.99	22.99	13.36	9.99
PSP Swiss Prop. N	108.50	110.80	2.12	-2.55	-4.07	15.84	127.30	106.40
Swiss Prime Site N	87.85	90.40	2.90	0.84	3.37	15.05	99.90	85.00
Industrie und Technologie								
ABB N	33.58	31.13	-7.30	-10.80	16.68	21.68	35.79	25.78
ams-OSRAM	15.41	15.03	-2.47	-9.43	-33.50	39.60	24.82	14.11
Bucher Ind. N	470.80	417.00	-11.43	-7.54	-1.56	21.38	520.00	413.00
Burckhardt Comp. N	448.00	427.00	-4.69	-1.04	37.74	31.31	483.00	302.00
Dätwyler I	353.50	354.50	0.28	-11.82	36.35	21.49	410.00	253.50
dormakaba N	526.00	517.00	-1.71	-14.33	-4.61	27.29	735.50	493.00
Georg Fischer N	1461.00	1314.00	-10.06	-5.13	17.53	23.29	1549.00	1090.00
Huber + Suhner N	79.30	81.80	3.15	-5.98	10.54	23.28	88.00	69.00
Kudelski I	3.51	3.15	-10.26	-14.86	-39.19	27.19	5.13	3.10
Logitech Intern. N	70.54	75.82	7.49	-1.38	-20.21	34.27	124.90	65.96
OC Oerlikon N	9.12	8.88	-2.63	-5.18	-4.05	24.69	11.29	8.61
Rieter N	183.80	183.40	-0.22	3.62	98.06	34.73	240.50	91.30
Schindler PS	232.00	226.90	-2.20	-7.58	-6.05	21.54	306.60	213.10
SFS Group N	136.20	131.20	-3.67	3.96	17.35	22.82	143.00	110.70
Sulzer N	86.55	85.35	-1.39	-5.01	30.71	27.41	98.45	63.92
Temenos N	110.95	108.30	-2.39	-14.08	-5.17	36.30	154.00	103.10
Konsumgüter								
Richemont N	134.35	130.10	-3.16	-5.00	54.62	30.87	147.60	82.22
Swatch I	291.70	269.00	-7.78	-3.58	7.26	27.18	333.90	237.10
Nahrung								
Aryzta N	1.07	1.04	-2.90	-9.11	26.16	39.16	1.42	0.76
Barry Callebaut N	2210.00	2100.00	-4.98	-5.23	2.74	14.58	2382.00	1951.00
Lindt & Sprüngli N	103900.00	106400.00	2.41	-12.93	25.32	18.07	123800.00	80500.00
Nestlé N	121.04	118.06	-2.46	-7.36	14.91	12.76	129.80	95.00
Telekommunikation								
Swisscom N	518							