

«Momentum-Strategien bieten die meiste Rendite»

MITTWOCHSINTERVIEW Urs von Arx, Fondsmanager des UvA Swiss Dividend Fund von Valex Capital, setzt vor allem auf Momentum und hat daher Nestlé, Novartis und Roche übergewichtet.

Herr von Arx, die Aktienmärkte notieren in der Schweiz unweit des Höchst, obwohl sich die Konjunktur abkühlt, der Handelskonflikt dräut und geopolitische Spannungen anhalten. Wie geht es an den Börsen weiter?

Ich rechne mit einer Seitwärtsbewegung bis Ende Jahr, wobei die Kursausschläge noch Wochen zunehmen könnten, weil der Handelskonflikt unberechenbar bleibt. Dazu kommen periodisch aufblitzende geopolitische Spannungen.

Und wie beurteilen Sie die Konjunkturperspektiven?

Der Einkaufsmanagerindex auf weltweiter Basis liegt seit Mai unter 50, in den USA ist er im August unter diese Marke gerutscht. Das signalisiert noch keine Rezession, sondern vorerst bloss eine Wachstumsverlangsamung. Trotzdem hat die US-Notenbank jüngst die Zinsen schon zwei Mal gesenkt, und die Europäische Zentralbank hat ein geldpolitisches Paket geschnürt, das wachstumsfördernd wirken soll.

Kann der Abschwung dadurch gebremst werden?

Ich erwarte, dass die Wachstumsschwäche sich fortsetzt. Doch die Rezessionsangst scheint mir eher übertrieben. Die Zinsstrukturkurve kann angesichts der heutigen Zinsniveaus nicht mehr gleich interpretiert werden wie früher, als eine inverse Konstellation, wie sie in den USA diesen Herbst vorkam, als Vorbote einer Rezession galt. Auch die Risikoprämie ist schwieriger zu interpretieren.

Spiegeln sich makroökonomische Entwicklungen eigentlich noch an der Börse? Oder überlagert das billige Geld der Zentralbanken alle anderen Einflüsse?

Es ist je nach Branche zu differenzieren. Das schwache Wachstum macht vor allem zyklischen Titeln und Value-Aktien zu schaffen. Die Negativzinsen beeinträchtigen zudem die Bankvaloren. Andererseits können Wachstumswerte mit guten Perspektiven und steigender Dividende von der Geldflut profitieren. Papiere wie Nestlé bleiben in einem Umfeld niedrigen Wachstums und ungewisser Aussichten sehr gesucht.

Ist Nestlé denn ein Wachstumstitel?

In diesem Wirtschaftsumfeld kann Nestlé mit ihrem stetigen Ergebnisverlauf durchaus als Wachstumswert bezeichnet werden. Zudem sind die Titel defensiv: Sie korrigieren in Phasen schwacher Börsen später als der Gesamtmarkt, und das Ausmass der Korrektur ist geringer – das zeigte sich in der Finanzkrise. Grund dafür ist die für solche Phasen typische Flucht in Sicherheit. Nestlé ist die sicherste Aktie am Schweizer Aktienmarkt. Sie wird deshalb gar als Obligationenersatz gekauft.

Wo lassen sich heute sonst noch Wachstumswerte finden?

Seit einigen Jahren ist das strukturelle Wachstum der Industrieländer deutlich geringer als zuvor, Stichwort säkulare Stagnation. Die Gründe liegen in der Überalterung der Bevölkerung, in der Globalisierung, die Wertschöpfungsketten in die Schwellenländer hat abwandern lassen, und in der Digitalisierung, die eine Verkürzung vieler Produktionsabläufe bewirkt hat. Wachstum ist daher meist nur dort zu finden, wo von diesen Megatrends profitiert wird. Also etwa im Gesundheitsbereich, der dank der Überalterung immer grösser wird, oder im Technologiesegment, von Unternehmen, die effizienzsteigernde Digitalprodukte anbieten, zudem noch in der Energieeffizienz.

Das zeigt, dass die Niedrigzinspolitik an der Art, wie in Aktien angelegt wird, etwas geändert hat.

Ja. Zinsen üben den stärksten makroökonomischen Bewertungseffekt auf Aktien aus. Wegen der Niedrigzinspolitik sind Obligationen extrem teuer, so teuer, wie man es nie für möglich gehalten hat. In gemischten Portfolios wird daher versucht, sich möglichst in Sachwerten zu



BILD: IRIS C. RITTER

«Der Risikofaktor Momentum ist dreimal so bedeutend wie der Value-Faktor.»

positionieren. Das hat zu steigenden Bewertungen sowohl am Aktienmarkt als auch bei Immobilien oder Rohstoffen geführt. Und bei Aktien werden vermehrt Wachstumswerte gesucht.

Wie wichtig sind makroökonomische Entwicklungen bei Ihren Anlageentscheiden im Fonds?

Sie sind etwa gleich wichtig wie die Beurteilung der einzelnen Unternehmen. Die Makroentwicklung beeinflusst die Struktur des Portfolios, die Gewichtung der Branchen. Doch der Fonds konzentriert sich generell darauf, Qualitätsaktien zu kaufen. Das sind Titel von Gesellschaften, die über lange Zeit überdurchschnittlich wachsen, nur geringe Geschäftsschwankungen aufweisen, hoch profitabel sind und konstant eine attraktive Dividende zahlen. Da passen natürlich Werte wie Nestlé, Novartis oder Roche gut hinein.

«Nestlé sind die sichersten Titel am Schweizer Aktienmarkt. Sie werden deshalb als Obligationenersatz gekauft.»

Werden zyklische Aktien daher in Ihrem Fonds systematisch untergewichtet?

Tendenziell ja. Doch es gibt interessante Titel, die ich von Zeit zu Zeit kaufe, etwa LafargeHolcim oder Richemont. Der Zementhersteller steckt in einer Transformation, die stabilere, höhermarginige Ergebnisse herbeiführen soll. CEO Jan Jenisch macht das sehr gut, aber es braucht Zeit. Und auch Richemont gehört zu den zyklischen Aktien, die mir grundsätzlich gefallen. Hier versuche ich die Phasen mit günstigem Kursmomentum zu spielen.

Wieso Richemont und nicht Swatch Group?

Weil über fünf Jahre hinweg Wachstum und Profitabilität bei Richemont besser

waren als bei Swatch Group. Richemont ist besser positioniert im Hochpreissegment und hat ein stärkeres Bein im Schmuckbereich. Diese Geschäftssparten laufen besser als etwa die tief- und mittelpreisigen Uhren von Swatch Group.

Sie haben den Momentumeffekt erwähnt. Welche Rolle spielt er bei Ihren Anlageentscheiden?

Momentum ist einer von mehreren Risikofaktoren, die Aktienkurse bewegen. Neben dem Faktor Grösse, also dem unterschiedlichen Verlauf von klein- und grosskapitalisierten Titeln, oder Value-versus Wachstumsaktien ist Momentum ein wichtiger Kurstreiber. Die Statistik zeigt, dass Aktien, die in den letzten zwölf Monaten den Markt geschlagen haben, dies mehrheitlich auch in den folgenden Monaten tun. Weitere Risikofaktoren, die ich beachte, sind die Profitabilität und die Investitionsintensität von Unternehmen. Gesellschaften, die in einer ausgeprägten Investitionsphase stecken, performen an der Börse in der Regel schlechter als die, deren Investitionen niedrig sind.

Welches sind die grössten Positionen?

Derzeit die Klassiker Nestlé, Novartis und Roche. Erstens weil es qualitativ gute Anlagen sind, zweitens weil ihr Momentum derzeit stark ist. Ich sehe zwar schon, dass Nestlé im historischen Vergleich hoch bewertet ist. Doch in diesem Fall übersteuert das Momentum die Bewertung. Momentum ist der stärkste Risikofaktor an der Börse. Es ist bis dreimal so bedeutend wie der Value-Faktor. Gemäss der kürzlich im Journal «Financial Markets and Portfolio-Management» erschienenen Studie «Common Risk Factors in International Stock Markets», die ich zusammen mit vier anderen Autoren verfasst habe, weist in Europa der Risikofaktor Momentum eine Extrarendite von 10% p.a. auf.

Welche weiteren Titel befinden sich im Fonds?

Grossbankaktien kommen nicht vor, im Finanzbereich konzentriere ich mich auf Versicherungstitel wie Zurich Insurance oder den Private-Equity-Vermittler Partners Group. Zurich ist aus meiner Sicht – wie LafargeHolcim – eine CEO-Story. Das Unternehmen wird gut geführt, hat mehr Wachstumspotenzial als etwa Swiss Re, und dazu wird eine hohe Dividendenrendite von rund 5% bezahlt. Zusätzlich stimmt das Momentum. Und wo die Banken Gegenwind haben, hat Partners Group Rückenwind. Die Nachfrage nach Private-Equity-Anlagen steigt jährlich etwa 10%. Aus den verschiedenen Angeboten – Private Equity, Private Debt, Private Real Estate und Private Infrastructure – können sich Investoren auch gemischte Mandate massschneidern lassen.

Was ist ausserdem charakteristisch für Ihren Fonds?

Ich versuche, sogenannte Pair Trades zu machen. Das heisst, ich wechsele von einem Titel in einen andern mit ähnlichen Charakteristiken. Funktionieren kann das etwa im Fall von LafargeHolcim und Richemont. Die Unternehmen sind zwar höchst unterschiedlich, aber die Aktien verhalten sich ähnlich. Da versuche ich bei entsprechenden Kurskonstellationen mal von LafargeHolcim in Richemont zu wechseln, oder umgekehrt. Der Vorteil solcher Transaktionen ist, dass sie den Risikograd des Fonds nicht verändern.

bleibt denn der Risikograd im Fonds immer gleich?

Nein, es kann schon einen Grund für einen Wechsel geben. Etwa wenn sich das Momentum oder die Wirtschaftsaussichten signifikant verändern. Wenn sich etwa ein Konjunkturaufschwung abzeichnen würde, dann könnte es sein, dass ich die Nestlé-Position stark verringere und dafür LafargeHolcim und Richemont gleichzeitig ausbaue.

INTERVIEW: ANDREAS MEIER

