

Markttechnik

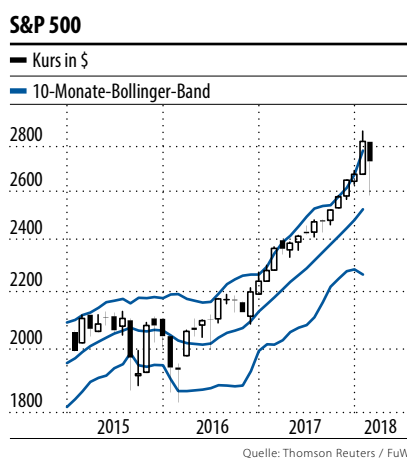
Im Westen gibt es Neues

Der Dollar fällt. Die Zinsen steigen. Die Steuern werden für Unternehmen und Wohlhabende gesenkt. Die Staatsausgaben werden ausgeweitet. Die Defizite nehmen zu. Ausländische Ersparnisse sind nötig, um sie zu decken. Die Arbeitslosigkeit ist rekordverdächtig tief. Die Löhne werden anziehen. Die Inflation dürfte zunehmen. Die Konjunktur brummt. Technologische Innovation schreitet in atemberaubendem Tempo voran. Davon wird die global führende Branche der USA auf Jahre hinaus profitieren. In zehn Handelstagen hat der S&P 500 rund 11% verloren. In fünf Handelstagen hat er die Hälfte aufgeholt. Was macht man mit dieser Nachrichtenlage?

Nun, an diesem Punkt bringe ich die technische Analyse ins Spiel und behaupte, kein Bärenmarkt in der Geschichte der grossen Börsen der Welt sei jemals unangekündigt herein gebrochen. Zuvor habe stets entweder eine Akzeleration – ausgelöst durch massive spekulative Blasen in einem bis drei Sektoren – des vorangegangenen Trends eingesetzt (Typ eins einer Trendwende), oder es sei während mehrerer Monate eine Periode trendloser Volatilität vorangegangen (Typ zwei einer Trendwende) – oder eine Kombination beider Erscheinungen sei feststellbar gewesen (Typ drei).

Zeitlos gültige Regeln

Nach dieser Erinnerung an Erlerntes und Erlebtes kommt auch bei mir eine Frage auf: Kann davon ausgegangen werden, dass sich eines dieser Muster wiederholt, wenn der Ausstieg aus



einer Geldpolitik vollzogen wird, wie es sie noch nie gegeben hat? Könnte dies der Motor hinter einem Bärenmarkt sein? Ich bin zum Ergebnis gekommen, dass auch dieses Mal eine Baisse erst nach einer klassischen Vorwarnung in Form des Auftretens von Typ eins, zwei oder drei stattfinden wird.

Der erste Grund besteht darin, dass auch vor früheren Bärenmärkten ökonomische Konstellationen vorhanden waren, deren Wirkung sich auf Wirtschaft und Börse ebenso nebulös darstellte wie die jetzige. Oder denken Sie etwa, die Folgen des Ölpreisschocks von 1973 oder des Lieferboykotts mit anschliessender Energiekrise 1979 waren besser abschätzbar? Oder die der lateinamerikanischen Schuldenkrise, die im August 1982 ausbrach, die Banken auch im Westen völlig unvorbereitet traf und erst 1990 durch die Einführung der Brady-Bonds als bewältigt galt? Mitnichten! Es waren «Jamais-vus» wie die Geldpolitik seit 2008.

Umpolen braucht Zeit

Der zweite Grund ist der, dass symmetrisch verteilte Informationen asynchron interpretiert werden. Die Interpretationen, die sich als erfolgreich herausstellen, stossen zunehmend auf Akzeptanz, und die daraus abgeleiteten Erwartungen werden imitiert. Dieser Prozess dauert Monate. Das liegt ganz einfach daran, dass Millionen von Gehirnen, die sich von Hausse auf Baisse umstellen müssen, nicht alle zur selben Zeit davon überzeugt werden, dass sich etwas Markantes verändert hat.

Der Rückschlag, der am 26. Januar seinen Anfang nahm, mag ein erster Schritt in Richtung einer Transition von Hausse zu Baisse gewesen sein – oder auch nicht. Die Transition selbst war er mit Sicherheit noch nicht. Es geht jetzt darum, die Börse regelmässig auf Signale auszuhorchen, die zu Typ eins, zwei oder drei gehören, um sich rechtzeitig im Sinne von Andrew Lo und seiner «Adaptive Market Hypothesis» dem Markt – dem Herrscher über unser Wohl und Weh – anzupassen.

ALFONS CORTES www.unifinanz.li

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

Meinungen zur Börsenlage

Kaufchance

Aufkommende Zinsängste wegen starker US-Konjunkturdaten veranlassen Anleger zu Gewinnmitnahmen. Aus unserer Sicht sind derzeit vor allem die europäische und die japanische Börse attraktiv. Die Weltwirtschaft wächst robust und sorgt für weiter anziehende Unternehmensgewinne. Auch scheinen uns die Zinsängste übertrieben. Historisch neigten die Aktienmärkte erst ab einem Zinsniveau von über 4% zur Schwäche – dieses Niveau erwarten wir in den nächsten Jahren nicht. Obwohl die Volatilität zunehmen dürfte und kurzfristig tiefere Kurse möglich sind, empfehlen wir, die Aktiengewichtung anzuhäufen.

DZ PRIVATBANK

Hypoanleihen

Wegen Konjunktursorgen und hoher Bewertungen suchen Anleger verstärkt nach Alternativen zu traditionellen Unternehmensanleihen. Eine mögliche Lösung sind hypothekebesicherte US-Wertpapiere (MBS), die für Diversifizierung sorgen und eine zusätzliche Rendite liefern. Die staatlich unterstützten Agency MBS sind in den letzten zwei Jahren anders als viele Unternehmensanleihen günstiger geworden, während Non-Agency MBS von der Verbesserung der Bonität und der Preiserholung bei US-Wohnimmobilien profitieren. Zudem bieten die Papiere dank ihrer Bewertung und Besicherung einen Puffer gegen eine schwächere Entwicklung des US-Häusermarkts.

PIMCO

Aktien Schweiz

Die Schweizer Börse konnte sich der weltweiten Korrektur nicht entziehen. Wegen der starken Fundamentaldaten sind die Perspektiven für Aktien aber weiter vorteilhaft. Wir erwarten für 2018 ein zweistelliges Wachstum der Schweizer Unternehmensgewinne – unterstützt durch robustes organisches Umsatzwachstum, Skaleneffekte, solide Kostenkontrolle sowie einer Gewinnnormalisierung bei den Versicherungen nach deutlich überdurchschnittlichen Unwetterschäden im Vorjahr. Wir präferieren qualitativ hochwertige Dividendenzahler, die Wachstum verzeichnen, und Aktien mit verrechnungssteuerfreien Ausschüttungen.

UBS

Europa vor USA

In einigen entwickelten Volkswirtschaften ist der Konjunkturzyklus weit fortgeschritten. In den USA und wohl bald auch in Europa sind erste Anzeichen einer anziehenden Inflation zu erkennen. Die Geldpolitik, welche zuvor die Aktienmärkte stützte, wird hierdurch weniger berechenbar. Das Umsatzwachstum der Unternehmen dürfte indes stark bleiben, aber die Gewinne werden wohl weniger anziehen. Das gilt vor allem in den USA, wo es wenig Spielraum für eine Ausweitung der Margen gibt. Wir setzen auf Aktien, die in der Lage sind, die Ertrags Erwartungen zu übertreffen. Dies trifft vermehrt auf Unternehmen in Europa, den Schwellenländern und in Japan zu.

GAM

«Big Pharma ist längst nicht mehr der sichere Hafen»

MITTWOCHSINTERVIEW Daniel Koller, Leiter Investment Management von BB Biotech, sieht dank hohem Wachstum und niedriger Bewertung mehr Potenzial in Biotech-Aktien.

Herr Koller, wie stufen Sie die Bewertung der Biotech-Titel ein?

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis der grossen Biotech-Unternehmen steht auf rekordtiefem Niveau. Kleine und mittelgrosse Gesellschaften zu bewerten, ist etwas schwieriger, aber ich denke, sie sind immer noch günstig. Gleichzeitig stimmen die fundamentalen Voraussetzungen für weiteres Gewinnwachstum. Beides zusammen verspricht überdurchschnittliche Renditen.

Bereitet Ihnen die Nervosität, die kürzlich an den Aktienmärkten aufgetreten ist, keine Sorgen?

Klar, wenn der Markt korrigiert, hat das auch Auswirkungen auf den Biotech-Sektor. Interessanterweise haben aber vor allem die Aktien der grossen Biotech-Konzerne an Wert verloren. Bei den Small und den Mid Caps blieben die Kurse verhältnismässig stabil.

Das erstaunt. Je riskanter die Aktien, desto schneller stossen Anleger sie bei einem Kurseinbruch in der Regel ab.

Die kleinen und die mittelgrossen Biotech-Unternehmen haben in den letzten Jahren gezeigt, dass sie innovativer sein können als ihre grossen Vorbilder. Es gibt Studien, die besagen, dass Forschungsprojekte der Pharmagrosskonzerne eine Rendite von nur noch 3 bis 4% erzielen. Falls diese Zahlen stimmen, müssten streng genommen sämtliche Investitionen in die Entwicklung gestoppt werden. Anleger fassen deshalb immer mehr Vertrauen in die Small und die Mid Caps, wo die erwartete Rendite deutlich höher ist.

Wo sind die kleinen und die mittelgrossen Unternehmen dann besser als die grossen Konzerne?

Es gibt diverse Gebiete, in denen die grossen Konzerne nicht vertreten sind. Beispielsweise gibt es Therapien, mit denen sich Gene ausschalten lassen, die für Krankheiten verantwortlich sind. In diesem Bereich stark sind die Gesellschaften Ionis und Alnylam. Dann gibt es Therapien, die quasi das Gegenteil sind. Sie stimulieren inaktive, aber wichtige Gene, damit sie gegen Krankheiten arbeiten. Die Erfinder und Entwickler dieses Ansatzes sind alles private Biotechnologieunternehmen. Solche zukunftsreichen Technologien sucht man sowohl bei den grossen Biotech- als auch den Pharmakonzernen vergeblich.

Warum sind diese Technologien so zukunftsreich?

Weil man damit potenziell eine ganze Reihe von Krankheiten behandeln kann, die mit den bisherigen Ansätzen nicht angegangen werden können. Früher haben Investoren Technologieplattformgesellschaften eher belächelt, auch wir. Heute tun wir dies nicht mehr. Diese Unternehmen haben den Vorteil, dass sie nicht nur von einem Produkt abhängig sind. Sie verfügen über die Möglichkeit, sich durch Innovation über viele Jahre hinweg zu erneuern und folglich auch zu vergrössern.

Es gibt jedoch nicht unendlich viele neue technologische Ansätze. Das bedeutet, alle springen auf den gleichen Zug auf?

Monopolstellungen, wie wir sie noch zur Jahrtausendwende bei gewissen Pharmagrosskonzernen erlebt haben, gibt es heute kaum mehr. Big Pharma ist deshalb auch längst nicht mehr der sichere Hafen von einst. Die Volatilität hat wegen der zunehmenden Abhängigkeit von einzelnen Studien deutlich zugenommen. Das Ziel einer Biotech-Gesellschaft oder generell eines Pharmaunternehmens ist heute viel mehr, zu den Top-Spielern auf einem Gebiet zu gehören. Die Strategie heisst also Verdrängung.

In der Onkologie tummelt sich fast die ganze Arzneimittelbranche. Wird es dort ungemütlich für die involvierten Unternehmen?



BILD: ZVG

«Die kleineren Biotech-Unternehmen sind innovativer als ihre grossen Vorbilder.»

Ich behaupte nicht, dass der gesamte Onkologiebereich unter Druck kommen wird. Aber in der Immunoonkologie wird es wahrscheinlich tatsächlich viele Verlierer geben. Es wird allein schon deswegen zu einer Konsolidierung kommen müssen, weil die Wirksamkeit mit einer Kombination von mehreren Medikamenten erhöht werden kann. Wenn nun aber die wirksamste Kombination aus den Präparaten von mehreren Unternehmen besteht, stellt sich die Frage nach der Gewinnverteilung.

«Als Übernahmeziel eignen sich alle Unternehmen, die ein Produkt auf dem Markt oder zumindest im Zulassungsprozess haben.»

Dann müssen die grossen Konzerne zukaufen?

Absolut, und das nicht nur in der Onkologie. Spannend ist, dass dies bisher in erster Linie von den grossen Biotech-Konzernen erkannt wurde und aggressiv umgesetzt wird. Von einigen Vertretern von Big Pharma höre ich immer wieder, die Bewertungen kleiner und mittelgrosser Unternehmen seien derzeit zu hoch. Ich bin da anderer Meinung. Je länger diese Gesellschaften attraktive Wirkstoffe oder Plattformen weiterentwickeln, desto teurer werden sie, wenn man zuwartet.

Portfolio BB Biotech Top 10

Name	Gewichtung im Portfolio in %	Kurs in \$	Börsenkap. in Mrd. \$
Ionis Pharmaceuticals	11	50,05	6,2
Celgene	9,6	95,26	71,7
Incyte	9,4	86,03	18,2
Neurocrine Biosciences	7,2	85,25	7,6
Vertex Pharmaceuticals	5,9	160,72	40,8
Gilead	5,3	80,70	105,6
Radius Health	4,9	37,91	1,7
Halozyne Therapeutics	4,6	18,54	2,6
Sage Therapeutics	4,6	162,37	7,4
Alexion Therapeutics	4,3	120,47	26,7



Wen sehen Sie als potenziellen Käufer von kleineren Biotech-Unternehmen?

Dazu zählen zum einen die grossen Biotech-Konzerne, also beispielsweise Amgen oder Gilead. Aber auch die grossen Pharmaunternehmen müssen wohl oder übel auf den Zug aufspringen. Sanofi hat in diesem Jahr bereits gekauft. Novo Nordisk hat klar die Absicht bekundet, via Akquisitionen zu wachsen.

Welche Gesellschaften erachten Sie als die heissesten Übernahmeziele?

Das sind mehr oder weniger alle Unternehmen, die ein Produkt auf dem Markt oder zumindest im Zulassungsprozess haben. Hinzu kommen die bereits erwähnten Technologieplattformgesellschaften. Wir erachten Übernahmen als einen der Kurstreiber der kommenden Jahre. Oft gerät in Vergessenheit, dass grössere Akquisitionen den ganzen Sektor positiv beeinflussen. Kauft Celgene beispielsweise Juno Therapeutics für 9 Mrd. \$, fliesst ein Grossteil dieses Geldes wieder in andere Biotech-Titel.

Kommt es in den USA zu Preisdruck, leiden alle – ob gross oder klein. Wie gehen Sie mit diesem Risiko um?

Donald Trump wird für seine Wähler in Tweets wohl weiterhin die zu hohen Preise anprangern. Ich denke jedoch, dass das US-Gesundheitssystem eher optimiert als revolutioniert wird. Ausserdem stimmen mich die Änderungsvorschläge des Weissen Hauses für das Gesundheitssystem eher optimistisch für die innovativen Arzneimittelhersteller.

Können Sie Beispiele nennen?

Da gibt es zum Beispiel den Vorschlag mit dem Selbstbehalt bei Medikamentenkosten. Je höher er ist, desto negativer sieht die Allgemeinheit die Industrie. Nun will das Weisse Haus diesen Selbstbehalt jedoch reduzieren.

Zur Diskussion stehen in den USA aber auch Fehlanreize bei Medicaid. Ärzte und Spitäler erhalten bei injizierbaren Medikamenten 6% auf den Listenpreis. Das soll geändert werden, was letztlich auf den Preis drücken würde.

Ja, klar. Unser Ziel sind jedoch Investitionen in Unternehmen mit einem hohen Innovationsgrad. Fällt der Anreiz durch Medicaid weg, konzentrieren sich die Ärzte noch mehr auf das beste Medikament für den Patienten. Ich bin mir sicher, dass Unternehmen mit innovativen Präparaten in einem solchen Umfeld letztlich sogar zu den Gewinnern zählen werden.

Gibt es Therapiefelder, die Sie als besonders spannend erachten?

Die Neurologie ist ein sehr spannendes Gebiet. Sage Therapeutics hat beispielsweise ein Medikament gegen schwere Depression in der Pipeline. Das ist ein riesiger Markt. Früher waren solche Märkte den grossen Konzernen überlassen. Heute ist das nicht mehr immer so.

Warum partizipieren heute auch kleine Unternehmen an grossen Therapiefeldern?

Die klinischen Studien lassen sich heute durch externe Spezialisten durchführen. Zudem ist es derzeit für kleinere Unternehmen einfacher, Kapital für riskantere Projekte zu erhalten.

Ein Grossteil der innovativen kotierten Unternehmen stammt aus den USA. Warum ist das so?

In den USA ist einfach viel mehr Risikokapital vorhanden, und es wird viel mehr Geld in die Entwicklung von Medikamenten investiert als in Europa. Da können viele europäischen Start-ups nicht mithalten. Es gibt sehr gute Unternehmen auf unserem Kontinent. Aber es ist ein hartes Pflaster, wenn man mit weniger Mitteln in direkter Konkurrenz zu US-Gesellschaften steht.

INTERVIEW: MICHAEL GRIESDORF