

«Die Gewinnkorrektur ist noch nicht beendet»

MITTWOCHSINTERVIEW MIT NINA LAGRON Die Aktienexpertin des Vermögensverwalters La Financière de l'Echiquier misstraut der Rally. Die Märkte blenden Inflationsrisiken aus.

Der französische Vermögensverwalter La Financière de l'Echiquier (LFDE) wurde 1991 in Paris gegründet und betreut derzeit 11,5 Mrd. € an Kundengeldern. Fast 80% sind in Aktien angelegt. Stock Picking ist in der DNA des Finanzunternehmens fest verankert. Nina Lagron startete ihre Karriere 1998 bei UBS. Sie ist Expertin für globale Aktien und betreut bei LFDE den Echiquier World Equity Growth Fund. Ihr Fokus liegt auf innovativen Wachstumsunternehmen. Die derzeitige Zuversicht an den Märkten teilt sie allerdings nicht.

Frau Lagron, die Kursentwicklung seit dem Tief im Oktober lässt so manches Anlegerherz höher schlagen. Ist diese Aktienrally auf solidem Fundament gebaut?

Das ist natürlich die Eine-Million-Dollar-Frage gleich zu Beginn, und ich muss leider mit Nein antworten. Bärenmärkte dienen beim Übergang eines Paradigmas zu einem neuen quasi als Relais, das zwischen den Welten vermittelt. Das alte Paradigma der vergangenen fünfzehn Jahre war eines mit Disinflation und extrem niedrigen Zinsen. Das trieb die Bewertungen nach oben. Doch diese Zeiten sind vorbei. Diese Geschäftsmodelle bewähren sich in der neuen Welt womöglich nicht mehr. Das neue Umfeld hat sich noch nicht etabliert. Dazwischen steht der derzeitige Bärenmarkt.

Das ist also nur eine Bärenmarktrally, und die Kursgewinne sind nicht nachhaltig?

Wir glauben erst an eine nachhaltige Erholung, wenn es Führerschaft durch einen innovativen Sektor gibt oder durch andersartige Unternehmen, die sich durch neue Geschäftsideen auszeichnen. Einige Analysten erwarten, dass der Finanzsektor in den Industrieländern zur treibenden Kraft einer nachhaltigen Rally werden könnte, aber das wage ich zu bezweifeln.

Wie begründen Sie Ihre Skepsis?

Zum einen drosselt die zunehmende Regulierung das Wachstum in diesem Sektor. Darüber hinaus fehlt es den Finanzunternehmen an Preissetzungsmacht, der Wettbewerb in diesem Sektor ist stark. Und schliesslich gibt es kaum mehr Fondsmanager, die in der Lage wären, die Rechnungslegung einer Bank oder einer Versicherung zu lesen und zu analysieren.

Welchen Sektor sehen Sie stattdessen als treibende Kraft in einer neuen Ära?

Wir erwarten eher, dass Unternehmen aus dem Bereich Gesundheitswesen, Pharma und Medtech das Potenzial haben, ansprechende Rendite zu liefern. Das Wachstumsprofil dieser Gesellschaften ist defensiv und folgt eher einem säkularen Trend.

Diese Titel sind bereits an der jetzigen Rally stark beteiligt. Weshalb trauen Sie dem Frieden noch nicht?

Insbesondere seit Jahresbeginn wird die Rally primär durch temporäre oder eben veraltete Geschichten angekurbelt. Ganz konkret werden die Kurse auch durch sogenanntes Short Covering nach oben getrieben, wobei Händler zuvor leerverkaufte Titel zurückkaufen müssen. Darüber hinaus waren und sind auch die Meme Stocks, die auf Social-Media-Kanälen gehypten Aktien, sehr gesucht. Kryptanlagen sind wieder geklettert. Das sind hoch spekulative Positionen, die nicht im Ansatz auf eine nachhaltige Kurserholung an den Märkten hoffen lassen.

Die Saison der Unternehmensberichte ist am Laufen. Gibt es von dieser Seite Anzeichen für eine weitere Erholung der Aktien?

Die Hoffnung besteht vielerorts, dass mit der laufenden Berichtssaison die vorläufig letzten Kursrückschläge hingenommen werden müssen. Aber ich denke, wir haben – insbesondere was die Prognosen zur Geschäftsentwicklung betrifft – das Tiefst noch nicht erreicht. Das mag erst zur Jahresmitte geschehen. Der Ausblick des Softwaregiganten Microsoft hat bereits



BILD: LUCCIANZA DENIS ALLARD

«Das letzte Kapitel der Inflationsgeschichte ist noch nicht geschrieben.»

einen kleinen Vorgeschmack gegeben. Denn wir sind jetzt erst in einer frühen Phase der Konjunkturabschwächung. Zudem sind die grossen Notenbanken immer noch daran, die Geldpolitik zu strafen. Die Märkte spielen jedoch das Szenario der Disinflation, was den Kursen Auftrieb gibt. Wir halten dies für voreilig. Denn wir werden auch künftig mit anhaltend hohen Inflationsraten zu tun haben.

Die Konjunkturaussichten haben sich insbesondere für Europa deutlich aufgehellt.

Auf dem europäischen Kontinent hilft bis anhin, dass das Horrorszenario des langen, kalten Winters und des markanten Energiemangels nicht eingetreten ist. Jetzt muss aber ein neuer Wachstumstreiber gefunden werden. Seit der Öffnung Chinas ruhen die Hoffnungen darauf, dass das Reich der Mitte die Welt retten kann. Diese Erwartungen sind natürlich nicht ganz unberechtigt, denn eine Belebung Chinas kann das Risiko einer tiefen und langen Rezession andernorts dämpfen.

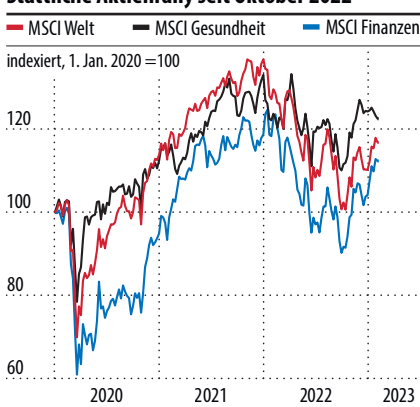
«Da Aktien mehr Konkurrenz von Anleihen erhalten, spielen die Dividendenrendite und der Free Cashflow eine grosse Rolle.»

Zyklische Aktien haben sich bereits deutlich erholt.

Tatsächlich haben die zyklischen Werte ihre Underperformance seit Mitte des vergangenen Jahres ausgeglichen. Diese konjunktursensitiven Valoren signalisieren dadurch eher, dass wir uns in der frühen Phase einer Wirtschaftserholung befinden statt in einem Abschwung. Der Markt ist unserer Meinung nach zu weit vorausgeilert. Und er unterschätzt mittlerweile das Inflationsproblem.

Sind die Zweitrundeneffekte im Inflationszyklus denn noch nicht durch?

Stattliche Aktienrally seit Oktober 2022



Genau das wird unterschätzt. Gerade eben hat der grösste Arbeitgeber weltweit, der US-Einzelhandelsriese Walmart mit über 2 Mio. Beschäftigten rund um den Globus, angekündigt, den Mindestlohn von 12 auf 14\$ je Stunde anzuheben. Und die Konkurrenz muss folgen. Natürlich ist das gut und hilft dem Konsum, aber das letzte Kapitel in der Inflationsgeschichte ist noch nicht geschrieben.

Das dürfte auch auf die Margen der Unternehmen drücken?

Die Margen beidseits des Atlantiks sind immer noch auf historischen Höchst. Das Umsatzwachstum bewegte sich bis anhin noch auf hohem Niveau, und höhere Einkaufspreise konnten auf die Konsumenten überwälzt werden. Doch die Preissteigerungen werden schwieriger durchzusetzen, ohne Kunden zu verlieren. Margen geraten unter Druck, und die Bewertungen von Aktien sind noch immer zu hoch. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des MSCI Europe, adjustiert um den Zyklus, liegt etwas über dem Vierzigjahresschnitt, in den USA beträgt die Differenz sogar eine Standardabweichung. Das sieht noch nicht nach dringender Kaufempfehlung aus, selbst wenn man für die USA den überbewerteten Tech-Sektor ausschliesst.

Welche Charakteristiken müssen Titel mitbringen, um in Ihren Fonds aufgenommen zu werden?

Unser Fokus liegt auf den Margen. Die Unternehmen müssen in der Lage sein, ihre Margen zu halten. Idealerweise sollte die Marge zweieinhalbmal so hoch liegen wie diejenige des Vergleichsindex. Da Aktien mehr Konkurrenz von Anleihen bekommen, spielen die Dividendenrendite und der Free Cashflow eine grosse Rolle in der Auswahl. Generell fokussieren wir auf Wachstumstitel, deren Umsatz um mindestens 8% zunimmt. Substanzwerte mögen oft günstiger sein, aber das hat dann auch seine Ursache und ist allein noch kein Grund einzusteigen. Ich werde dafür bezahlt, Risiken oder eben Chancen zu erkennen, die der Markt als solche noch nicht erkannt hat.

Was halten Sie von Anlagen in Schwellenländern?

Dort sehen wir absolut Potenzial, und zwar setzen wir auf Finanztitel. Wir mögen beispielsweise südamerikanische Banken, was gleichzeitig einer Wette auf den Rohstoffsektor gleichkommt, denn die Finanzinstitute profitieren indirekt vom Exporterfolg ihrer Kunden aus dem Energie- und dem Rohstoffsektor. Grosse Vorteile bringt die Tatsache, dass die Notenbanken in Südamerika ihren Berufskollegen in den Industrieländern voraus sind. Der Zinserhöhungszyklus wurde früh lanciert und ist vielerorts bereits beendet. Brasilien ist ein Beispiel. Die Inflationsrate ist tiefer als in den USA oder der Eurozone.

Was halten Sie von Investitionen in Asien und konkret in China?

In China ist uns das politische und regulatorische Risiko zu gross und die Kompensation dafür ungenügend. Derzeit sind wir nur in Japan investiert. Wir beobachten allerdings Opportunitäten in Indien sehr genau. Das Land hat demografische Vorteile und eine wachsende Mittelschicht sowie Konsumappetit. Der Markt ist allerdings sehr teuer, und er leidet zurzeit unter Abflüssen nach China.

Gibt es Geschäftsmodelle, denen Sie skeptisch gegenüberstehen?

Das sind Unternehmen, deren Geschäftsmodell primär auf Hoffnung basiert. Es gibt solche Titel, die in der Vergangenheit starke Kursavancen hatten, selbst bei negativem Ebitda und einer Gewinnschwelle, die erst in zehn Jahren erreicht werden soll. Da denke ich auch an gewisse Fintech-Valoren. Wir bei LFDE sind sehr Tech-affin, aber davon würde ich definitiv die Finger lassen.