

INTERVIEW

«Wer nachhaltig investiert, sollte die Aktien von Philip Morris kaufen»

Peter Frech und Livio Arpagaus, Manager des Quantex Global Value Fund, glauben nicht, dass die Inflation temporär ist. Im Interview erklären sie, warum sie auf Energie- und Rohstoffkonzerne setzen und wieso sie Nahrungsmittelproduzenten meiden.

Sandro Rosa

06.10.2021, 06.49 Uhr



«Nestlé, Unilever und Co. sind seit Jahren wachstumsfrei. Was gestiegen ist, sind Aktienkurs und Bewertung, primär wegen der durch Schuldenaufnahme finanzierten Aktienrückkäufe»: Peter Frech (links) und Livio Arpagaus vom Fonds- und Vermögensverwalter Quantex.

Quelle: Quantex

Gleich mehrere Faktoren treiben den Marktteilnehmern Sorgenfalten auf die Stirn. Da ist einerseits die konjunkturelle Abkühlung in China. Hinzu kommen eine politische Blockade in den USA, die nahende Straffung der Geldpolitik sowie kräftig steigende Rohstoff- und Energiepreise, die die Inputkosten der Unternehmen und die Konsumentenpreise befeuern.

«Entweder geben die Unternehmen die Kosten weiter, was die Konsumentenpreisinflation ankurbelt und zu Zinserhöhungen führt. Oder sie geben die Kosten nicht weiter, und ihre Margen brechen ein», meint Peter Frech im Gespräch mit The Market. Beides sei schlecht für die Börsen, zumal die meisten Segmente stolz bewertet seien.

Nur in wenigen Nischen finden er und Livio Arpagaus vom Schweizer Fonds- und Vermögensverwalter Quantex noch attraktiv bewertete Aktien. In ihrem Global Value Fund setzen sie auf Unternehmen, die von ESG-Anlegern verschmäht werden. «Die Trennlinie verläuft zwischen ESG-konformen und nicht konformen Unternehmen. Dort scheiden sich die günstigen von den teuren Aktien», sagt Livio Arpagaus.

Zudem erklären die beiden Fondsmanager, weshalb sie stark auf Energie- und Rohstoffwerte setzen und warum ESG-Anleger eigentlich Tabakaktien wie Philip Morris im Portfolio haben sollten. Ebenso sagen sie, was gegen Nahrungsmittelkonzerne wie Nestlé und Kraft Heinz und was für die russische Sberbank spricht.

Herr Frech, Herr Arpagaus, das dominierende Thema an den Märkten ist die Inflation. Kommt sie, oder kommt sie nicht?

Peter Frech: Sie ist schon längst da. Der Markt und die Notenbanken hoffen zwar, dass sie bald verschwindet. Dafür sehen wir aber keine Anzeichen – im Gegenteil. Metalle, Energie, Weizen, alles wird teurer, und entsprechend nehmen die Inputkosten der Unternehmen zu. In Deutschland sind die Produzentenpreise zuletzt 12% gestiegen, in Schweden fast 16%. Und jetzt kommt noch der Energiepreisschock hinzu. Die grosse Inflationswelle für die Konsumenten rollt erst an.

Also nichts mit temporärer Inflation?

Frech: Definitiv nicht. Solange weiter Geld gedruckt und mit beiden Händen unter der Bevölkerung verteilt wird, herrscht von der Nachfrageseite Druck. Das Angebot kann nicht mithalten. Zu viel Geld jagt nach zu wenigen Gütern. Das ist die klassische Inflation. Aber es ist natürlich immer eine Frage, wie man temporär definiert. Auch in Argentinien ist die Inflation bloss vorübergehend – seit ungefähr 1935.

Können Firmen ihre höheren Kosten demnach an die Konsumenten weiterreichen?

Livo Arpagaus: Aus Angst, Marktanteile zu verlieren, beginnen die Unternehmen erst zögerlich damit, die Kosten zu überwälzen. Deshalb werden wir wohl nun Margendruck bei Gesellschaften aus dem Konsumgütersektor, bei Restaurantbetreibern und Industriekonzernen sehen. Das zeigt uns, dass auch die Unternehmen an eine vorübergehende Teuerung glauben. Sonst

würden sie die Kosten vollumfänglich weitergeben. Das wird aber kommen.

Frech: In jedem Fall ist die Lage ungemütlich. Entweder geben die Unternehmen die Kosten weiter, was die Konsumentenpreis-inflation ankurbelt und zu Zinserhöhungen führt. Oder sie geben die Kosten nicht weiter, und ihre Margen brechen ein. Beides ist schlecht für die Börsen.

Trotzdem notieren sie nur knapp unter ihren Höchst.

Frech: Wie die Notenbanken stecken auch die Marktteilnehmer den Kopf in den Sand und wollen kein Problem erkennen. Dabei handelt es sich um magisches Denken: Verschliesst man lange genug die Augen, wird das Inflationsmonster schon verschwinden.

Arpagaus: Die Technologieaktien strebten einfach weiter nach oben, das kaschierte einige Schwächen. Denn viele Titel haben bereits zu korrigieren begonnen.

Müssten nicht gerade IT-Firmen unter steigender Inflation leiden?

Frech: Normalerweise führt eine zunehmende Inflation zu einem Zinsanstieg und einem höheren Abdiskontierungsfaktor, was vor allem Unternehmen belastet, deren Gewinn weit in der Zukunft anfällt. Darin liegt das Risiko für die hoch bewerteten IT-Konzerne. Das hat sich im jüngsten Zinsanstieg gezeigt, als die Tech-Konzerne schlechter abgeschnitten haben als der Gesamtmarkt.

Arpagaus: Allenfalls könnten Google und Facebook es spüren, wenn die Unternehmen aus dem Konsumgütersektor geringere Margen erzielen und sparen müssen. Dann werden sie wohl auch weniger Werbung auf Facebook schalten. Aber das Business ist solid, einigermaßen inflationsresistent, nur die stolze Bewertung stellt eine Gefahr dar.

Von steigender Inflation sollten Finanzwerte profitieren, einverstanden?

Arpagaus: Jein. Wenn die Zinskurve steiler wird, dann schon.

Frech: Das Negativszenario ist, dass zwar die Inflation steigt, aber die Notenbanken zur Zinskurvenkontrolle schreiten und die Renditen am langen Ende niedrig halten. Das wäre kein ideales Umfeld für Finanzwerte. Für uns ist

es wegen des regulatorischen Umfelds auch nicht immer einfach abzuschätzen, welchen Risiken die Banken ausgesetzt sind. Hinzu kommt immer die Gefahr, dass im Abschwung Kreditausfälle drohen. Das scheint uns besonders wichtig angesichts des weltweit riesigen Schuldenbergs. Dominiert der positive Effekt der Inflation, oder wiegen die Kreditausfälle schwerer? Für uns ist das nicht so klar.

In Ihrem Value-Fonds halten Sie die Aktien von Sberbank. Sind die Risiken dort geringer?

Frech: Sberbank verfügt über eine extrem hohe Eigenkapitalquote und profitiert – anders als die europäische Konkurrenz, die von der Nullzinspolitik stranguliert wird – von einem grossen Zinsspread. In Russland sind die Zinsen und die Zinsmargen im klassischen Kreditgeschäft hoch, der Bank geht es sehr gut.

Die russische Zentralbank hat in diesem Jahr schon fünf Mal die Zinsen angehoben.

Frech: Genau, anders als die westlichen Währungshüter unternehmen die Russen etwas gegen die hohe Inflation. Aktuell liegt der Leitzins bei 6,75%, die Inflation erreicht rund 6,5%. Die Amerikaner haben auch eine Inflation von fast 6%, aber der Leitzins ist bei 0%.

Wo sind die Aktienbewertungen derzeit besonders günstig?

Frech: Im Energie- und im Rohstoffsektor. Nehmen wir die Valoren von Ölkonzernen wie Royal Dutch Shell, BP oder TotalEnergies – die sind auch noch attraktiv, sollte der Ölpreis von den aktuell rund 80 \$ pro Fass auf 55 \$ zurückfallen. Dann erzielen diese Konzerne immer noch eine Rendite des freien Cashflows von gegen 10%. Bleibt der Ölpreis aber länger hoch, bieten sie deutliches Kurspotenzial. Interessant ist: Nicht nur der Markt, auch die Unternehmen selbst glauben nicht, dass die Rohstoffpreise hoch bleiben, denn sie investieren kaum in neue Projekte.

Ist das nicht auch eine Konsequenz von ESG?

Frech: Natürlich spielt gerade auch bei Ölkonzernen der Druck von ESG-Investoren eine Rolle, aber Bergbaugesellschaften wie BHP oder Vale investieren ebenfalls fast nicht mehr. Das ist perfekt für die Aktionäre: So wird

die Profitabilität nicht durch eine Ausweitung des Angebots gefährdet, wie das etwa nach 2011 der Fall war.

Energie- und Rohstoffaktien muss man also haben.

Arpagaus: In beiden Sektoren offeriert uns der Markt sehr viele sehr günstig bewertete Aktien, wobei die Energie- noch etwas günstiger sind als die Bergbaukonzerne. Die Ölmultis, die von der zyklischen Exploration über Raffinerien und Tankstellen die ganze Palette abdecken, erhält man aktuell zu spottbilligen Preisen.

Frech: Allein Apple ist derzeit grösser als der gesamte US-Energiesektor inklusive Exxon und Chevron. Deshalb braucht es bloss eine kleine Belebung des Investoreninteresses, um diese Aktien zu beflügeln. Früher litt der Sektor unter zu hohen Investitionen, zu tiefem freien Cashflow und unattraktiven Bewertungen. Jetzt erhalten wir bei Shell, TotalEnergies und BP eine Rendite des freien Cashflows von bis zu 15%. Generell sind die europäischen Öl-Majors deutlich günstiger als die amerikanischen.

Gibt es weitere attraktive Ölunternehmen?

Frech: Lukoil, der zweitgrösste russische Ölförderer, der für rund 15% der landesweiten Produktion verantwortlich ist, bietet eine ähnlich hohe Free-Cashflow-Rendite von rund 12%. Der Konzern besitzt acht Raffinerien, betreibt rund 5000 Tankstellen und deckt somit die gesamte Treibstoff-Lieferkette ab. Auch in der Pandemie blieb er stets profitabel. Aus Risikoüberlegungen bevorzugen wir die gut diversifizierten grossen Ölkonzerne gegenüber den zyklischen Förderern. Man kann sogar argumentieren, diese Unternehmen werden die Profiteure der Energiewende sein.

Das müssen Sie erklären.

Frech: Wer wird am Ende den Wasserstoff liefern, und wer stellt die Elektrozapfsäulen auf? Diejenigen Firmen, die über das Know-how und die entsprechende Infrastruktur vom Erdgas über Pipelines bis zu den Tankschiffen verfügen. Es gibt rund 43'000 Shell-Tankstellen auf der Welt, mehr als McDonald's-Filialen. Das erlaubt es dem Unternehmen, das Angebot je nach Land ganz spezifisch bereitzustellen. Es wird kaum ein Start-up aus dem Nichts ein Netzwerk mit Wasserstofftankstellen aufbauen können, wenn Shell oder BP einfach noch eine weitere Säule aufstellen müssen.

Vorausgesetzt, die Nachfrage ist wirklich da, werden die Majors von der Wende profitieren.

Könnten Ölkonzerne dereinst auch bei den ESG-Anlegern auf Anklang stossen?

Arpagaus: Das wäre eigentlich nur logisch. Wenn man fragt, wer die Welt inkrementell besser macht, müssten «dreckige» Ölkonzerne, die weniger schmutzig werden, belohnt werden. Andererseits können ESG-Darlings wie Facebook eigentlich nur verlieren.

Demnach muss man auf ESG-Sünder setzen?

Arpagaus: Genau, bei ihnen kann es aus ESG-Perspektive nicht mehr schlimmer werden. Die Unterscheidung zwischen Value, Growth, zyklisch oder defensiv ist heute viel weniger relevant, die Trennlinie verläuft zwischen ESG-konformen und nicht konformen Unternehmen. Dort scheiden sich die günstigen von den teuren Aktien. Noch ist es sehr einfach, nicht konforme Aktien zu meiden, weil die Performance enttäuscht hat. Sobald der Trend dreht und Öltitel zwei Jahre in Folge besser abschneiden als der Markt, dürften auch ESG-Anleger ihre Philosophie überdenken und den Fokus womöglich auf Best-in-Class-Unternehmen legen, die sich im Vergleich zur Konkurrenz verbessern.

Sie setzen auch auf Bergbauaktien. Wie gross ist die Gefahr, die von einer Konjunkturabschwächung in China ausgeht? Firmen wie Vale sind stark exponiert.

Frech: Das ist sicher ein Risiko, China ist der grösste Eisenerzkonsument der Welt. Aber die Sicherheitsmarge ist gross; auch wenn der Eisenerzpreis von aktuell rund 115 \$ auf 70 bis 80 \$ fällt, verdient Vale gutes Geld. Zumal sie dank des tiefen Reals einer der günstigsten Eisenerzproduzenten der Welt ist. Die Bewertung der Aktie ist niedrig, das Verlustrisiko gering. Aber das Unternehmen ist nicht immun. Der Eisenerzpreis hat vom Höchst rund 40% korrigiert, und die Titel sind rund 35% gefallen. Das zugrundeliegende Geschäft ist jedoch robust, die Margen sind üppig. Und Vale ist schuldenfrei. Der Bergbausektor ist einer der wenigen, die in den vergangenen zehn Jahren Schulden abgebaut haben.

Warum führen Sie weder BHP, Anglo American, Rio Tinto noch Glencore im Portfolio?

Frech: Primär ist es eine Frage der Bewertung, wobei wir soeben bei Glencore zugeschlagen haben. Bei Glencore ist die Explosion des Kohlepreises spannend – das ist im Aktienkurs nicht reflektiert. Vor einigen Monaten hat sie günstig eine Kohlemine von Anglo American gekauft, weil Letztere die Mine unbedingt loswerden wollte, um ihr ESG-Rating zu verbessern. Da zeigte sich Glencore geschäftstüchtig und half dem armen Konkurrenten aus seiner Notlage. Und kaum hatte sie die Mine gekauft, sind die Kohlepreise durch die Decke geschossen.

Dieser Schub bei den Energiepreisen ist ein herber Schlag für die Energiewende.

Frech: Kurzfristig ist es sicher ein Realitätsschock. Ein kalter Winter, etwas wenig Wind im Sommer, und schon explodieren die Gaspreise. Längerfristig kann man aber sagen, dass hohe Preise das beste Mittel gegen hohe Preise sind, da sie einen Anreiz bieten, mehr zu investieren – auch in erneuerbare Energien. Aber für die Konsumenten ist das hart und eine Warnung an die Politiker, dass es noch einiges zu tun gibt. Dass das System bereits jetzt, da noch nicht einmal 2% aller Autos in Deutschland Elektrofahrzeuge sind und das Land seine Atomkraftwerke noch nicht abgestellt hat, am Anschlag ist, zeigt, dass zwischen Praxis und Wunschdenken doch eine beträchtliche Lücke klafft.

Führt die Krise zu mehr Investitionen in nachhaltige Energie? Oder wird wieder vermehrt auf fossile Brennstoffe oder gar Atomstrom gesetzt?

Arpagaus: Ohne Atomstrom dürfte die grüne Revolution eine Utopie bleiben.

Frech: Grossbritannien hat das Problem erkannt und baut ein neues Atomkraftwerk, die Skandinavier ebenso. In Deutschland werden wir sehen, ob die Kraftwerke tatsächlich abgeschaltet oder angesichts der Notsituation noch etwas laufen gelassen werden. Doch der ESG-Hype hat dazu geführt, dass die klassischen Energiekonzerne in den vergangenen zwei Jahren kaum noch investiert haben – und es gibt keine Anzeichen, dass sich das gross ändern wird. Gleichzeitig wächst aber die Energienachfrage.

Eine Lösung wäre ja eben Atomstrom. Wie kann ich als Anleger auf ein Revival der Nuklearenergie setzen?

Frech: Weltweit gibt es eigentlich bloss zwei seriöse kotierte Unternehmen in diesem Bereich: die kanadische Cameco und die von uns bevorzugte Kazatomprom in Kasachstan, einen grossen Player mit niedrigen

Produktionskosten und ansprechendem freien Cashflow sowie einem Listing in London. Cameco im Gegenzug erzielt eigentlich seit Jahren keinen freien Cashflow; mit dem hohen Uranpreis könnte sie es vielleicht wieder einmal schaffen. Der Dritte im Bunde ist die russische Rosatom, die aber nicht gelistet ist.

Arpagaus: Und das Oligopol spielt seine Macht aus. Bei der Präsentation der letzten Quartalszahlen hat Kazatomprom erklärt, sie werde ihre Kapazität wohl erst ab 2024 erhöhen. In der Zwischenzeit laufen viele Lieferverträge mit Versorgern aus. Für sie ist es entscheidend, dass sie das Uran erhalten, damit sie nicht Gefahr laufen, ihre Kraftwerke abstellen zu müssen. Und wie es aussieht, werden die neuen Verträge zu deutlich höheren Preisen abgeschlossen werden. Ganz nach dem Motto: Vogel, friss oder stirb. China baut extrem viele neue Atomkraftwerke, die Nachfrage nimmt zu, aber das Angebot wird von wenigen Uranförderern dominiert.

Frech: Das Angebot wächst auch deshalb fast nicht mehr, weil kaum noch neue Minen in Betrieb genommen werden können. Das verdeutlicht das Paradoxe am ESG-Trend: Für die Energiewende braucht es mehr Kupfer, mehr Uran etc., aber aus denselben ESG-Gründen verbietet man den Bau neuer Minen. Die Konsequenz: Die Preise für diese Rohstoffe steigen.

Sie setzen auf ESG-Sünder wie Ölfirmen, Bergbaukonzerne und Uranförderer – da wäre es nur konsequent, dass Sie auch Tabakfirmen im Value-Fonds haben.

Arpagaus: Unser Value-Fonds ist tatsächlich so etwas wie ein Anti-ESG-Fonds geworden. Aber ehrlich gesagt kann ich nicht verstehen, wieso jemand, der nachhaltig investiert, nicht Philip Morris im Portfolio hat.

Philip Morris soll ein ESG-Investment sein?

Arpagaus: Klar, der Konzern unternimmt mit seinen alternativen Produkten einiges, damit weniger Leute am Tabakkonsum sterben. Wenn man davon ausgeht, dass ESG die Welt besser machen soll, dann ist Philip Morris ein Kauf.

Wir erkennen den Reiz von Tabakfirmen aus Contrarian-Optik. Aber die Wachstumsprognosen sind nicht gerade berauschend, oder?

Arpagaus: Da sind wir nicht einverstanden, der Sektor bietet durchaus

Wachstumspotenzial.

Frech: In den letzten Jahren sind sowohl Umsatz als auch Gewinn der Branche gestiegen. Die Zahl der verkauften Zigaretten hat zwar abgenommen, aber durch die Preiserhöhungen ist der Erlös dennoch gestiegen. Hinzu kommen die neuen Produkte wie rauchfreie Zigaretten und Nikotinbeutel, die viel weniger gesundheitsschädigend sind. Letztere könnten theoretisch in Innenräumen konsumiert werden, weshalb der Konsum künftig sogar anziehen könnte.

Und wie sehen die Bewertungen aus?

Arpagaus: Die Margen auf den neuen Produkten sind höher. Dass jemand, der nie geraucht hat, plötzlich IQOS-Zigaretten kauft, ist unwahrscheinlich. Das ist bei den Nikotinbeuteln anders: Rund die Hälfte der Konsumenten hat zuvor keine Tabakprodukte konsumiert. Der Markt wächst also durchaus. Und die Aktien bestechen mit einer sehr hohen Rendite des freien Cashflows. BAT offeriert rund 11%, bei Philip Morris sind es 6 bis 7% und bei Imperial Brands sogar 15%. Das ist sehr attraktiv für eine extrem defensive und krisenresistente Branche, die obendrauf noch eine Wachstumsoption bietet.

Frech: Interessant ist ja die Differenz zu Nestlé und anderen Nahrungsmittelmultis, die eine Free-Cashflow-Rendite von vielleicht 3 bis 4% abwerfen, aber im Unterschied zu den Tabakfirmen seit Jahren kein Umsatz- und Cashflow-Wachstum mehr erzielen.

Tatsächlich?

Frech: Ja, Nestlé, Unilever und Co. sind seit Jahren wachstumsfrei. Was gestiegen ist, sind Aktienkurs und Bewertung, primär wegen der durch Schuldenaufnahme finanzierten Aktienrückkäufe. Umsatz und Ebitda stagnieren jedoch seit Jahren. Klar, ESG-Anleger bevorzugen Nestlé. Aber die Frage muss gestattet sein, ob mit Zucker versetzte Fertigprodukte wirklich so viel besser für die Volksgesundheit sind als rauchfreie Zigaretten.

Arpagaus: Hinzu kommt, dass das Tabakgeschäft auch besser gegen Inflation geschützt ist. Die Produkte haben kaum Inputkosten, die Margen sind hoch, und auch die Anzahl Mitarbeiter ist nicht sonderlich gross. Zudem verfügen die Firmen über Preissetzungsmacht. Da sind Unternehmen wie Nestlé deutlich stärker gefährdet.