

SCHWEIZER QUALITÄTSAKTIEN UNTER DRUCK

Reflexion Albin Kistler AG

Oktober 2022

Aktien von Schweizer Qualitätsunternehmen
erleiden im laufenden Jahr substanzielle
Kursverluste. Wie ist dies zu erklären?

SCHWEIZER QUALITÄTSAKTIEN UNTER DRUCK

Starke Korrektur

Beobachtet man die Kursentwicklungen am Schweizer Aktienmarkt, herrscht aktuell alles andere als Zuversicht. Der Gesamtmarktindex SPI verliert in den ersten drei Quartalen rund 20%. Noch ausgeprägter sind die Kurskorrekturen bei den klein- und mittelgrossen Unternehmen (SPI Extra: minus rund 30%). Bemerkenswerterweise gehören vor allem Aktien von Unternehmen mit bewährten, hochprofitablen und ansehnlich wachsenden Geschäftsmodellen zu den grossen Verlierern (z. B. Belimo, Bucher, EMS-Chemie, Inficon, Interroll und Straumann).

Abb. 1: Schweizer Qualitätswerte unter Druck

Firma	Kursverlust seit Höchstständen
Belimo	-37%
Bucher Industries	-35%
EMS-Chemie	-39%
Inficon	-51%
Interroll	-61%
Straumann	-56%

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, per 30.9.22

Was ist los mit den Schweizer Aktienperlen? Sollten nicht gerade in Phasen von grosser Unsicherheit die Qualitätstitel einen gewissen Schutz vor übermässigen Kurskapriolen bieten?

Druck von drei Seiten

Stark vereinfachend und abstrahierend von unternehmensspezifischen Gründen (die Credit Suisse lässt grüssen), lassen sich grob drei Hauptursachen für die heftigen Preissignale und die Verunsicherung der Marktteilnehmer herauschälen.

A) Das Ende der Tiefzins-Phase

Die Inflation ist zurück, und zwar heftiger und schneller, als die Marktteilnehmer erwartet haben. Die Notenbanken treten nach anfänglichem Zögern nun entschlossen auf die Bremse und erhöhen die kurzfristigen Zinsen. Aber auch die langfristigen Zinssätze haben sich, wenn auch moderat, von

den Tiefständen gelöst. Nach Jahren bieten Zinspapiere in allen Laufzeiten wieder Renditen deutlich jenseits des Nullpunkts. Die Phase der vermeintlichen Alternativlosigkeit scheint dahin zu sein: Aktien stehen wieder in Konkurrenz zu Anleihen.

Die höheren Zinsen treffen Wachstumsaktien am stärksten. Denn die hohen, in der Zukunft anfallenden Gewinne werden nun mit höheren Raten diskontiert und resultieren in einem deutlich geringeren Gegenwartswert.

B) Konjunkturelle Eintrübung

Die Aufholphase nach «Corona» ist zu Ende und die globale Wirtschaftsaktivität kühlt sich merklich ab. Der Krieg in der Ukraine und die damit verbundenen Verwerfungen an den Energiemärkten Europas stellen eine zusätzliche, nicht zu unterschätzende Herausforderung für die Schweizer Unternehmen dar. Die Verzahnung unserer Unternehmenswelt mit den umliegenden EU-Staaten ist weiterhin gross. Es ist darum davon auszugehen, dass die Unternehmensgewinne in naher Zukunft unter Druck geraten werden. Kurz: Wir befinden uns in einem Konjunkturabschwung.

C) Starker Schweizer Franken

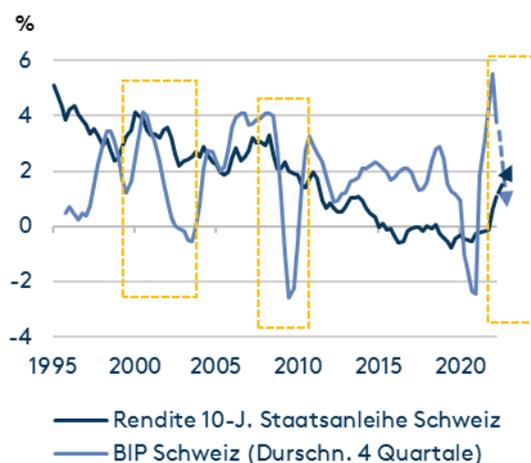
In der aktuellen Situation wird der starke Schweizer Franken in der öffentlichen Wahrnehmung eher als Segen statt als Fluch betrachtet. Das war auch schon anders. Wir erinnern uns an die Zeiten der Euro-Untergrenze. Ein starker Franken hilft aktuell, dank niedriger Importpreise, die Inflation einzudämmen. Die andere, weniger erfreuliche Mechanik wirkt aber unverändert: Für auf dem Weltmarkt tätige Schweizer Unternehmen bedeutet ein stärkerer Franken, dass die im Ausland erzielten Gewinne in der Heimwährung weniger wert sind. Dies hinterlässt Spuren in den Geschäftsberichten.

Unvermeidbare Anpassung

Die Hauptverantwortung für die starken Kurskorrekturen bei Qualitätsaktien trägt sicherlich die Zinswende. Im vorherigen Umfeld mit schwachem Wachstum und tiefen Zinsen waren Aktien von soliden, stabil wachsenden Unternehmen ungemein attraktiv und entsprechend teuer.

Mit den höheren Zinsen folgt nun aber die logische Anpassung – eine Bewertungskontraktion auf breiter Front. Dass dieser Prozess nun gleichzeitig mit einer konjunkturellen Eintrübung einhergeht, haben wir schon lange nicht mehr beobachtet. Die jüngsten Korrekturen am Aktienmarkt ereigneten sich jeweils in einem Umfeld sinkender oder stagnierender Langfristzinsen.

Abb.2: Schwache Konjunktur bei steigenden Zinsen ist selten



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Der Blick nach vorne

Korrekturphasen wie diese sind für die Anleger schmerzhaft. Aber wie immer bieten sich in solch vermeintlich aussichtslosen Phasen auch Chancen. Um diese erkennen und nutzen zu können, gilt es sich zu den langfristigen Aussichten ein Bild zu machen:

1. Inflation und Zinsen

Die Inflationsraten werden noch einige Quartale erhöht sein, über den von den Notenbanken anvisierten Zielwerten. Mittelfristig wird die Teuerung jedoch wieder auf verträglichere Niveaus sinken. Die Notenbanken wie auch die konjunkturelle Abkühlung werden dazu beitragen. Es ist aber auch davon auszugehen, dass sich die Inflation und somit auch die langfristigen Zinssätze auf einem Niveau klar über der Nulllinie einpendeln werden.

Eine Rückkehr zur deflationären Negativzins-Welt wird es kaum geben.

2. Wachstum

Entwickelte Volkswirtschaften sind erstaunlich stabile Konstrukte. Wachstum ist die Regel, Abschwünge sind die Ausnahme. Denn die Menschen streben immer aufwärts. Die Schweiz ist ein Paradebeispiel: Im letzten Vierteljahrhundert gab es lediglich zwei Jahre mit negativem Wachstum. Unternehmen sind die Triebfedern dieser Entwicklung hin zu mehr Wissen und Wohlstand. Die immer offenere, transparentere und wettbewerbsintensivere globale Wirtschaft kreiert für gut geführte Unternehmen mit starken Marktpositionen unverändert viele Wachstumschancen. Die das heutige Umfeld prägenden Herausforderungen (Lieferketten, Energiepreise, Arbeitskräftemangel) sind nicht neu und werden sich mit der Zeit lösen lassen.

3. Starker Franken

Der Schweizer Franken wird eine der global stärksten Währungen bleiben. Die aktuell zu beobachtenden Inflationsdifferenzen zu anderen Währungsräumen sind beträchtlich und werden die nominale Aufwertung des Frankens in der kurzen bis mittleren Frist bestimmen. Die global ausufernde Schuldenpolitik generell und die Zerreißprobe innerhalb der Europäischen Währungsunion im Speziellen werden dem Schweizer Franken auch langfristig den Status als sicheren Hafen garantieren.

Was heisst das für Schweizer Qualitätswerte?

Erfahrene Anleger wissen, dass der Börsenkurs nur sehr selten dem wahren Wert eines Unternehmens entspricht. Viel häufiger sind Phasen mit Über- bzw. Untertreibungen. Mit dieser Tatsache lässt sich besser umgehen, wenn man sich eines immer wieder vergegenwärtigt: Langfristig folgt der Aktienkurs der Gewinnentwicklung des Unternehmens. Diese Gesetzmässigkeit bildet die Basis des langfristig erfolgreichen Investierens.

Die oben beschriebenen makroökonomischen Aussichten bieten eine ausgezeichnete Grundlage für exzellente Schweizer Unternehmen. Der durch einen starken Schweizer Franken erzeugte Druck zwingt sie, ihre Marktpositionen mit stetigen Effizienzsteigerungen, rigoroser Fokussierung und

nachhaltigen Investitionen in Forschung und Entwicklung zu verteidigen und auszubauen.

Dies gelingt jedoch nur, wenn die Unternehmen eine diskussionslos solide Finanzierungssituation (Eigenkapitalquote, Verschuldung) und ein bewährtes, über viele Zyklen hinweg wachstumsstarkes Geschäftsmodell aufweisen können. Die eingangs erwähnten, von der Börse stark abgestraften Schweizer Qualitätsunternehmen bringen dies alle zweifelsfrei mit.

Abb. 3: Bestechende Qualität

Firma	Eigenkapital- quote 2021	Netto-Cash (Mio. CHF)	Gewinnwachstum p.a. 2005-2021
Belimo	80%	160	8.6%
Bucher	55%	470	7.1%
EMS-Chemie	77%	630	7.6%
Inficon	69%	37	10.5%
Interroll	64%	45	10.1%
Straumann	50%	240	7.2%

Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen

Die Anlegerperspektive

Die Aktienkurse werden nach überstandener Baisse wieder nach oben tendieren. Eine Erholung auf die alten Höchststände wird aber nur von jenen Unternehmen erreicht werden, deren Unternehmensgewinne nachhaltig wachsen können. Alle anderen werden der Bewertungskorrektur langfristig zum Opfer fallen.

Auch wenn die Börse momentan etwas anderes signalisiert: Schweizer Qualitätswerte bilden auch in Zukunft den Kern eines sicheren, langfristig erfolgreichen Portfolios. Die tiefen Kurse sind attraktiv für Zukäufe.

Moritz Baumann, Leiter Research

Christian Wildhaber, Stv. Leiter Research