

«Aktien haben wenig Konkurrenz, aber die Auswahl wird anspruchsvoll»

FUW-ROUNDTABLE ZUM AUSBLICK 2014 Das Wachstum wird sich beschleunigen, aber Schlaglöcher bleiben. Angst vor der Zinswende ist fehl am Platz, das Tapering ist eskomptiert. Die Jagd nach Rendite wird Aktien weiter begünstigen. Es gibt noch Nachzügler, auch von guter Qualität.

Aktien haben wiederum ein ausgezeichnetes Jahr hinter sich. Was empfehlen Sie Anlegern: Halten, Kaufen, Verkaufen?

Jan Poser: Wir haben unser doppeltes Aktienübergewicht auf neutral abgetragen. Die Wirtschaft wird 2014 anziehen, doch das heisst noch lange nicht, dass auch die Märkte gut laufen werden. Die Bewertung ist ziemlich hoch, viel Positives wurde vorweggenommen. Die Sentimentindikatoren mahnen uns zur Vorsicht. Am Markt ist eine gewisse Selbstgefälligkeit eingekehrt, im Sinne von «Wenn's Probleme gibt, sind die Notenbanken schon zur Stelle». Wir erwarten eine schwierige erste Jahreshälfte 2014 mit einem SMI, der gut und gerne auf 7600 zurückgehen kann. Also heisst es, auf die Bremse treten.

Patrick Huber: Die Aktienmärkte haben nicht mehr als das Vorkrisenniveau erreicht. Es findet eine Normalisierung statt, mit gesunden Unternehmen, stabilem Umfeld und einer stimulierenden Geld-

durchschnittlich 20% höher sind als vor der Finanzkrise. Es gibt keinen Grund, Aktien zu verkaufen.

Ist die wirtschaftliche Verfassung so gut, wie die Märkte vorgeben?

Kistler: Wir glauben, schon. Weit und breit ist keine Rezession in Sicht, auch nicht Inflation, und die Notenbanken bleiben expansiv, selbst in den USA. Das schrittweise Zurückfahren der Wertpapierkäufe, das sogenannte Tapering, ändert nichts an der grundlegend lockeren Geldpolitik des Fed.

Geht nicht vieles immer noch an Krücken und hängt am Tropf der Notenbanken?

Kistler: Die Unternehmen gehen keineswegs an Krücken, selbst wenn ihnen die niedrigen Zinsen helfen. Für eine gute Börse braucht es zwei Dinge: Schmiermittel, das heisst Liquidität, und Benzin, in Form steigender Unternehmensgewinne. Dafür werden Restrukturierungen, Wachstum und die zunehmende Produktivität noch auf Jahre besorgt sein.

Huber: Es wird schon ruppiger werden, die Liquiditätsschwemme deckt doch einiges zu und hat auch schlechtere Qualität nach oben getrieben. Das neue Jahr wird selektiver werden und die Spreu vom Weizen trennen. Ich stimme Herrn Kistler aber insofern zu, als unter den grosskapitalisierten Schweizer Unternehmen die Gewinne einiges höher sind als in der Vergangenheit und im Verhältnis dazu die Aktien noch immer relativ attraktiv bewertet.

Seit Monaten schon ist Tapering das MarkttHEMA Nummer eins. Weshalb?

Kistler: Das Tapering nimmt zu viel Raum ein und ist entsprechend auch eskomptiert. Nochmals – für Aktien sind vielmehr die zukünftigen Unternehmensgewinne richtungsweisend.

«Privatkunden haben so viel Cash und Gold, dass jetzt viele in Zugzwang sind.»

PATRICK HUBER

Poser: Aufgrund der hohen Arbeitslosigkeit und der grossen Output Gaps ist Deflation zurzeit das grössere Risiko, angetrieben noch durch die tieferen Rohstoffpreise. Deshalb glauben wir nicht, dass das Fed rasch handeln wird. Die US-Notenbanker waren im Gegenteil im Frühsommer geschockt, als sie sahen, was sie angerichtet hatten, nicht zuletzt mit einer verunglückten Kommunikation. Wir können uns höhere Zinsen gar nicht leisten. Die Staaten sind viel zu hoch verschuldet, wie auch noch immer die Privathaushalte. Nach dem anfänglichen Schwung stehen wir wirtschaftlich eher wieder vor einem kleinen Abschwung.

Huber: Die Situation heute ist nicht vergleichbar mit dem vergangenen Sommer, da wurden die Investoren von Bernankes Hinweis auf ein mögliches Drosseln der Wertpapierkäufe QE3 auf dem falschen Fuss erwischt. Wenn das Tapering jetzt kommt, könnten die Märkte sogar positiv reagieren. Denn das Zurückfahren der monetären Unterstützung ist im Grunde ein gutes Zeichen für die Wirtschaft.

Am heftigsten war die Reaktion auf Bernankes Andeutung an den Schwellenländern, wo es zu einem massiven Kapitalabzug kam. Wird sich dieser Trend fortsetzen?

Huber: Das Tapering wird besser vorbereitet und geordneter sein, als es im Mai/Juni den Anschein machte. Aber neuer Druck auf die Schwellenländer wird sich kaum vermeiden lassen.

Poser: Es war damals ein Pawlowscher Reflex, weil Erinnerungen an Emerging-Markets-Krisen nach der Fed-Zinserhöhung 1994 wach wurden. Heute sind die Devisenreserven ungleich höher und Leistungsbilanz sowie Staatshaushalt – von Ausnahmen abgesehen – gesünder. Für uns ist eher ein schleppender Wirtschaftsverlauf das Problem. Er könnte dazu führen, dass das Tapering verschoben wird oder zumindest sehr mild ausfällt.

Was die Anleger wiederum entzückte?

Poser: Kurzfristig, aber kaum längerfristig. Für nachhaltig steigende Aktienmärkte braucht es eine bessere Konjunktur.

Huber: Bescheidene Konjunktur, aber immerhin Wachstum und niedrige Zinsen

«Die Unternehmensgewinne sind 20% höher als vor der Finanzkrise. Es gibt keinen Grund, Aktien zu verkaufen.»

ANDRÉ KISTLER

politik, was uns zuversichtlich stimmt. Selbstverständlich wird 2014 schwieriger als 2013, denn die Expansion der Kurs-Gewinn-Verhältnisse ist weit fortgeschritten. Jetzt müssen die Unternehmen liefern und die Gewinne wachsen. Auch wenn solche Übergänge holprig verlaufen, bleibt das Gesamtbild positiv. Das heisst für Anleger: Korrekturen durchstehen und in Schwächen kaufen.

Die Meinungen gehen auseinander. Wo reihen Sie sich ein, Herr Kistler?

André Kistler: Wir sind wahrscheinlich am positivsten gestimmt, nicht unbedingt fürs kommende, aber sicher für die nächsten Jahre. Selbst wenn sich die Aktienmärkte um die Höchst von 2007 bewegen so muss man doch zur Kenntnis nehmen, dass die Unternehmensgewinne heute

sind allesamt vorteilhaft für die Unternehmen – ganz sicher für die guten, die ihre Wettbewerbsvorteile ausspielen können.

Kistler: Ein schleppendes Wachstum hat den Vorteil, dass es viel länger anhält und dass keine Überhitzung droht. Wir sind überzeugt, dass dieser Trend, der positiv, aber nicht stürmisch ist, sich noch jahrelang fortsetzen wird.

Nun, da wir zwei Meinungen pro und eine neutrale zu Aktien haben, wollen wir das Urteil über andere Anlageklassen wissen. Die Obligationen zunächst?

Kistler: Gute Anleihen werden zu pari zurückgezahlt, darauf kommt es an. Das Zinsrisiko ist überschaubar, und die Opportunitätskosten sind hoch, wenn sich der Investor nur auf zweijährige Papiere oder auf Cash konzentriert. Der mittelfristige Frankenmarkt bietet eine Realrendite von rund 1%. In Kombination mit ausgewählten Fremdwährungsanleihen fahren wir damit eine neutrale Duration.

«Es gibt eine gewisse Selbstgefälligkeit, im Sinne von: Wenn's Probleme gibt, sind die Notenbanken schon zur Stelle.» **JAN POSER**

Aber Sie halten sich an den Franken?

Huber: Die Zinswende ist im Gang, aber ganz langsam. Wir sehen kein grosses Risiko bei Anleihen. Für 2014 bleibt es beim Status quo.

Poser: Da decken sich unsere Meinungen. Auch wir sind neutral in der Duration positioniert. Vom Zinsanstieg ist vieles eskomptiert. Umgekehrt würden wir auch nicht kaufen, sind doch die Transaktionskosten fast höher als die Rendite.

Gold und Rohstoffe sind out.

Auch im nächsten Jahr?

Huber: Die Angebot-Nachfrage-Situation spricht für eher tiefe Gold- und Rohstoffpreise. Mit physischem Gold hinterlegte ETF waren unter Anlegern sehr beliebt.

Wenn weitere Papiere abgestossen werden, wird's für Gold schwierig.

Kistler: Gold hält man in der Regel mit 1 bis 2% Depotanteil als Versicherungsprämie. Preislich erwarten wir Stillstand, auch für Rohstoffe.

Poser: Bei der Jagd nach Rendite, die durch die aktuelle Geldpolitik geschürt wird, ist Gold einfach nicht das richtige Instrument. Was die Rohstoffe betrifft, fehlt wegen des verlangsamten Wachstums in China die Fantasie. Längerfristig wird die steigende Ressourcenknappheit den Preisen aber wieder auf die Sprünge helfen.

Viel ist von der grossen Rotation die Rede, dem mangels Alternativen forcierten Zufluss in Aktien. Setzen Sie darauf, oder bleibt es auch da beim Status quo?

Kistler: Der letzte Aktiencrash sitzt noch allen im Nacken, weshalb hohe Summen weiterhin an der Seitenlinie geparkt werden. Je mehr das Vertrauen wächst, umso mehr Kapital wird in risikoreichere Anlagen zurückkehren.

Poser: Das bezweifle ich. Ob die Versicherungen je an den Aktienmarkt zurückkommen, ist fraglich. Institutionelle Investoren decken ihre langjährigen Verpflichtungen am liebsten mit zeitgleichen Bonds. Sicherheit ist ihnen wichtiger als Rendite. Auch viele Privatanleger binden sich anderweitig, etwa in Immobilien, so dass sich da die gleiche Frage stellt.

Huber: Unter den grossen Pensionskassen stellen wir fest, dass sie immerhin wieder über eine höhere Aktienquote nachzudenken beginnen. Nicht die Versicherer, da hat Herr Poser recht. Unter den Privatkunden stellen wir hingegen ganz klar eine wachsende Nachfrage fest. Sie haben so viel Cash und Gold, dass jetzt viele in Zugzwang sind.

Vor der Titelselektion zu den Währungen. Eine herausstechende Entwicklung im alten Jahr war die Schwäche des Yens. Werden weitere Länder zum Währungsdumping greifen oder es intensivieren, und was folgt daraus für den Frankenanleger?

Poser: Wir beurteilen den Dollar sehr zusehends. Amerika ist die Region, wo die Zinsen als Erste nach oben gehen und das Deleveraging, der Schuldenabbau,

am weitesten fortgeschritten ist. Davon ist Europa noch weit entfernt. Hinzu kommt die Reindustrialisierung der USA im Rahmen der neuen Energiepolitik, Stichwort Schiefergas, die das Land unabhängig von Öl- und Gaseinfuhren machen soll und die Handelsbilanz stärkt. Das alles wird dem Dollar helfen. Vorsichtig sind wir beim Euro/Franken, weil in der Schweiz doch deflationäre Tendenzen bestehen und so der faire Wert des Frankens stärker wird, bis wir wieder bei 1.20 Fr./€ sein werden. Dann wird die Nationalbank entscheiden müssen, wie's weitergehen soll.

Kistler: Nachdem der Yen weggefallen ist, bleibt als einzige harte Währung der Franken. Die Euroanbindung war nachvollziehbar, doch nun hat sich die Kaufkraftparität bis auf circa 3% an die Eurountergrenze angenähert. Es geht leicht vergessen, dass die Schweiz einen harten Franken braucht. Er hat unsere Industrie stark und wettbewerbsfähig gemacht, und damit diese Stärken nicht verloren gehen, muss die Nationalbank die Eurountergrenze aufheben, vielleicht schon im Jahr 2014.

Sehen Sie's ähnlich?

Huber: Ich kann's mir nicht vorstellen, nicht für 2014. Die Euroanbindung gewährt den Unternehmen grosse Planungssicherheit. Im Weiteren sehen auch wir den Dollar im neuen Jahr stärker werden.

Wird diese Konstellation die US-Börse belasten und die europäischen Aktienmärkte, die schon länger fast unisono favorisiert werden, beflügeln?

Poser: Man sollte den Wechselkurs nicht überschätzen. Wir denken indes schon, dass Europa das grösste Aufholpotenzial hat, allein wegen der Peripherieländer, die sich eben erst von der Talsohle zu lösen begonnen haben. In Spanien zum Beispiel ist die Arbeitslosigkeit erstmals seit längerem gesunken.

Kistler: Der Treiber dieser Welt ist nach wie vor die Globalisierung. Für Nestlé, BASF oder Coca-Cola ist es völlig unerheblich, ob der Euro fest oder schwach tendiert. Regionen und Währungen sind nur noch für den Obligationenanleger

wichtig. Der Aktieninvestor sucht die besten globalen Unternehmen, unabhängig davon, wo sie ihren Sitz haben.

Die grossen, globalen Namen sind der Schlüssel zum Erfolg?

Kistler: Plus die kleinen «Giganten», die Nischenplayer, für die die Globalisierung immer noch erst in den Anfängen steckt. Es gibt viele Nischenplayer, die weltweit hervorragend arbeiten und ihr Potenzial noch längst nicht ausgeschöpft haben.

Gleichwohl gibt's deutliche Bewertungsunterschiede. Diese sprechen vor allem für Europa. Soll man sie ausser Acht lassen?

Poser: Wir finden längerfristig besonders die Emerging Markets attraktiv. Nach der Korrektur sind sie relativ zum Weltindex so günstig wie seit 2008 nicht mehr.

Huber: Absolut, besonders in Asien, wo die Wachstumsdynamik intakt ist und China wieder Tritt zu finden scheint.

Herr Huber, zu Beginn haben Sie gesagt, die Spreu werde sich vom Weizen trennen. Auf welche Kriterien kommt es an, was entscheidet über Gewinner und Verlierer?

Huber: Im neuen Jahr wird allgemein wieder viel stärker auf die Fundamentals geschaut. Die Aktien derjenigen Unternehmen werden die Nase vorn haben, die nachhaltig ihre Kapitalkosten verdienen.

«Wir glauben, dass die Zykliker gelaufen sind und man sich eher wieder den defensiven Titeln zuwendet.»

JAN POSER

Auch unser Konzept ist es, in Leaders zu investieren, weil sie langfristig solide wachsen, während 2013 auch ein Jahr der Glücksritter an der Börse war.

Was zählt sonst noch?

Kistler: Die fundamentalen Faktoren tragen langfristig immer und nicht das, was gerade Mode ist, zurzeit beispielsweise alternative Energien, Schiefergas, Wasser.

«Bei Nestlé wird im neuen Jahr aller Voraussicht nach das L'Oréal-Paket auf den Markt kommen.»

PATRICK HUBER

Dauerhaften Erfolg bieten Unternehmen mit einfachen, klaren und beständigen Ertragsquellen und tiefer Bewertung. Davon gibt's noch viele.

Zum Beispiel?

Kistler: Titel wie Helvetia, Looser, Vetropack, Mayr-Melnhof, Semperit – alles Aktien von Unternehmen, die einen zuverlässigen Ertragsfluss aufweisen, jedoch aus Sektoren stammen, die an der Börse vernachlässigt wurden.

Die Volatilität werde zunehmen, sagen Sie einhellig. Wie stellt man sich darauf ein?

Kistler: Wir halten trotz optimistischem Szenario 10% Liquidität für den Fall, dass eine Korrektur eintritt. Sie käme sogar gelegen, um günstig zukaufen zu können.

Poser: Die Notenbanken stehen zwar Gewehr bei Fuss, doch meist handeln sie zu spät, etwa bei Lehman. Auch die EZB hat mit dem richtigen Programm, dem Draghi-Put, lange gezögert, wie auch die Schweizerische Nationalbank mit der Euroungrenze. In der Zwischenzeit können die Märkte 10, 15% oder noch mehr einbrechen. Es braucht auch für ein Einschreiten der Notenbanken Turbulenzen an den Märkten.

Huber: Für fundamental orientierte Investoren bieten Korrekturen vor allem Chancen. Wir halten an Industrie- und generell an zyklischen Aktien fest, konzentrieren uns auf Spezialsituationen selbst in defensiven Sektoren, wie etwa im Falle von Swisscom, wo sich der Verkauf von Fastweb konkretisiert und die Frage aufwirft, wohin mit dem Geld. Viele Unternehmen, gerade schweizerische, haben in der Krise massiv investiert und stehen jetzt davor, die Früchte ernten zu können. Das reicht von kleineren Gesellschaften wie zum Beispiel Interroll bis zu den grossen, die intensiv über ihre

Portefeuilles gehen. Die jüngsten Beteiligungsverkäufe von Novartis und Nestlé sind ein Beleg dafür.

Wird sich dieser Trend noch verstärken, mit welchen Kurschancen?

Huber: Sowohl bei Nestlé als auch bei Novartis und anderen Konzernen steht der Verkauf von weiteren Beteiligungen an – von solchen, die zu wenig verdienen, die Erwartungen nicht oder nicht mehr erfüllen oder sonst nicht ins Portfolio passen. Bei Nestlé wird es im neuen Jahr aller Voraussicht nach das L'Oréal-Paket sein, das auf den Markt kommt. Der geschätzte Erlös von rund 27 Mrd. Fr. eröffnet ganz andere Möglichkeiten als beim jüngst verlauteten Ausstieg aus Givaudan. Was Novartis angeht, dürfte es zu einer Einigung mit Roche kommen, an der Novartis beteiligt ist. Auch das weckt neue Akquisitions- und Ausschüttungsfantasie. Dann gefallen uns Versicherer sowie Titel von nachhaltig wachsenden Unternehmen aus der zweiten Reihe, beispielsweise Belimo und Sika, denen auch das Umfeld weiter günstig gesinnt sein wird.

Was meiden Sie?

Huber: In den Schweizer Grossbankaktien sind wir vorsichtig geworden, nachdem sie nicht überraschend in diesem Jahr geblänzt hatten. Die Bankbranche muss sich neu finden, ja erfinden – und es sind noch immer grössere Prozess- und regulatorische Risiken vorhanden.

Andere Meinungen und Ideen?

Poser: Wir glauben, dass die Zykliker gelaufen sind und man sich jetzt besser wieder den eher defensiven Titeln wie Roche und den Pharmavaloren überhaupt zuwenden sollte. Versicherer empfehlen wir ebenfalls, und selektiv schauen wir uns Technologie an.

Kistler: Auch nichtzyklische Konsumwerte sind attraktiv, Aktien von Unternehmen in Sektoren, die nicht viel Kapital binden. Bell, Nestlé, Nutreco und Coca-Cola haben eine sehr gute Gewinnvisibilität und sind günstig bewertet. Gleiches gilt für diejenigen Industrietitel, die im Grunde gar nicht zyklisch sind, sondern einen stabilen Ertragsfluss ha-

ben, wie Vetropack, Mayr-Melnhof und Looser. Was wir meiden, sind kapitalintensive Sektoren: Auto, Stahl, Airlines, auch Banken. Versicherer dagegen favorisieren wir seit längerem, auch Pharma und zyklische Konsumittel.

Plädieren Sie alle für die Schweiz?

Poser: Die Schweiz ist als eher defensiver Markt in der Favoritenrolle. Auch die Dollarstärke wird ihr nützen.

Huber: Die Schweiz wird sich auch deshalb gut halten, weil 2014 ein selektives Börsenjahr wird und sie beide Welten abbildet, defensivere Valoren und Papiere global erfolgreicher Small- und Mid-Cap-Unternehmen.

Was ist, in Stichworten, Ihr Wunschscenario für 2014, und welche Wahrscheinlichkeit billigen Sie ihm zu?

Poser: Schwierige erste Jahreshälfte, mit 10 bis 15% Korrekturpotenzial, dann eine Jahresend rally, eventuell getrieben durch ein nochmaliges Nachschiesen der Zentralbanken, Wahrscheinlichkeit: 70%.

«Es geht leicht vergessen, dass die Schweiz einen harten Franken braucht.»

ANDRÉ KISTLER

Huber: Selektiver Markt, mit Kursrichtung des SMI gegen 9000, und als Wunsch für die Unternehmen, dass die regulatorischen Anforderungen nicht weiter zunehmen, namentlich in Europa, Wahrscheinlichkeit: 70 bis 80%.

Kistler: Zu hoffen ist, dass Südeuropa nicht wieder hochkocht und Euroland mit seiner Einheitswährung ein weiteres Jahr überlebt, dass Amerika mit den Knackpunkten Steuerbudget und Gesundheitsreform vorankommt und China weiter liberalisiert, Wahrscheinlichkeit: 80%. Und in der Schweiz, dass die Nationalbank die Eurountergrenze abändern wird, Wahrscheinlichkeit: 60%.

MODERATION: HANSPETER FREY
UND ANDREAS MEIER

Jan Posers Favoriten

Aktien	Branche
Galenica	Gesundheit
Swiss Re	Rückversicherung
Bayer	Pharma/Chemie
SAP	Technologie
Microsoft	Technologie

Kurs: 885.50 Fr.

André Kistlers Favoriten

Aktien	Branche
Helvetia	Versicherung
Novartis	Pharma
Mayr-Melnhof	Verpackung
Coca-Cola	Getränke
IBM	Technologie

Kurs: 419.50 Fr.

Patrick Hubers Favoriten

Aktien	Branche
ABB	Engineering
Kühne + Nagel	Logistik
OC Oerlikon	Technologie
Schweiter	Technologie
Swisscom	Telecom

Kurs: 653 Fr.

Marktprognosen

	Ende 2014	Veränd. in %
SMI	8400	+6,8
Dax	9200	+0,8
Dow Jones Industrial	16 500	+3,9
Fr./\$	0.95	+7,1
Gold (\$/Unze)	1400	+13,2
Rendite 10-j. US-Treasuries	2,80%	-5 Bp.

Marktprognosen

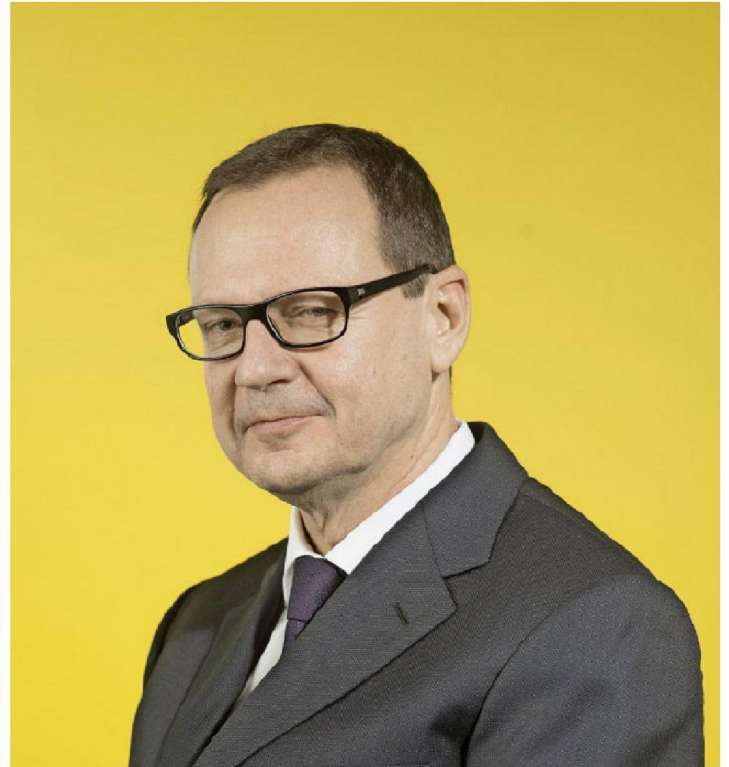
	Ende 2014	Veränd. in %
SMI	8810	+12,0
Dax	10 040	+10,0
Dow Jones Industrial	17 470	+10,0
Fr./\$	0.95	+7,1
Gold (\$/Unze)	1250	+1,1
Rendite 10-j. US-Treasuries	3,30%	+58bp.

Marktprognosen

	Ende 2014	Veränd. in %
SMI	8800	+11,9
Dax	10 000	+9,6
Dow Jones Industrial	17 500	+10,2
Fr./\$	1.00	+12,8
Gold (\$/Unze)	1150	-7,0
Rendite 10-j. US-Treasuries	3,30%	+458p.



Patrick Huber, Head Swiss Equities, Lombard Odier Investment Managers.



André Kistler, geschäftsführender Partner, Albin Kistler Vermögensverwaltung.



Jan Amrit Poser, Head Asset Management, Bank J. Safra Sarasin.

BRUNO WISCHARTER