

«Wir leben in einer Welt mit neuen Spielregeln»

Das Anlagejahr 2017 brachte an den meisten Aktienmärkten hübsche Gewinne. Wie geht die Reise weiter? Im FuW-Börsenpanel diskutieren die Vermögensverwalter André Kistler (Albin Kistler) und Marc Possa (VV Vermögensverwaltung) sowie Lars Kalbreier, Chief Investment Officer von Vontobel.

Kurzer Rückblick: Was hat Sie an den Finanzmärkten im ablaufenden Jahr am meisten überrascht?

Kalbreier: Ganz klar, dass die Inflation trotz des anziehenden Wachstums so niedrig geblieben ist.

Possa: Dass immer noch viel Geld in Obligationen fließt.

Kistler: Wie stark die Aktienkurse gestiegen sind. Das hat selbst einen Optimisten wie mich erstaunt.

Wo spielt die Musik im neuen Anlagejahr?

Possa: Ich bin weiterhin von Aktien überzeugt. Die letzten Phasen im Aufschwung dauern nicht nur lang, sondern sind die extremsten. Es könnte eine exponentielle Bewegung werden. Meine Zuversicht wird durch die Bewertungen gestützt. Aktien erscheinen nur in Bezug zu sich selbst teuer, im historischen Vergleich. In Bezug aufs Zinsniveau sind sie nach wie vor attraktiv.

Kistler: Für mich sind der relevante Massstab die Inflation respektive die Zinsen. Im Verhältnis dazu sind Aktien weiterhin extrem interessant. Wenn ich sehe, dass sie zu einer Reingewinnrendite – also der Unternehmensgewinn in Prozent des Börsenwerts – von etwa 5% handeln und das Zinsniveau in der Schweiz rund 0,5% beträgt, sind Aktien schlicht zu tief bewertet. Ich behaupte, dass wir in Bezug

«In wenigen Jahren werden Kurs-Gewinn-Verhältnisse um 30 bis 40 keine Seltenheit mehr sein.»

ANDRÉ KISTLER

auf die Bewertungsexpansion, die ja schon seit längerem läuft, erst mittendrin sind. Die Risikoprämie für Aktien wird sich weiter zurückbilden.

Was erachtet Vontobel als attraktivste Anlage 2018?

Kalbreier: Wir gehen nicht davon aus, dass sich Aktien exponentiell entwickeln werden. Das überlassen wir dem Bitcoin. Aktien liefen im zu Ende gehenden Jahr deshalb so gut, weil sich die Unternehmensgewinne deutlich besser entwickelten als erwartet. Das Problem ist jetzt, dass das Gewinnwachstum in den Kursen eingepreist ist, eine Überraschung nach oben ist kaum mehr möglich. Wir rechnen für 2018 mit einer Performance von 5 bis 10%, einschliesslich Dividende – das wäre immerhin doch ein positives Aktienjahr.

Wo sehen Sie die Risiken?

Kalbreier: Wenn die Inflation steigt, erzeugt das Druck auf die Bewertungen. Wir erwarten zwar nicht einen Inflationschock. Aber wir halten die Inflation für das grösste Risiko.

Wird Inflation 2018 zur realen Gefahr?

Possa: Die Risikoprämie der Aktien beläuft sich immer noch auf über 5%, verglichen mit dem historischen Durchschnitt von rund 3%. Selbst wenn sie sich aufgrund einer steigenden Inflations- und Zins-erwartung dem langfristigen historischen Durchschnitt von 3% nähert, können die Aktienkurse nochmals 60% steigen. Das zeigt, da bin ich bei Herr Kistler: Die aktuellen Kurs-Gewinn-Verhältnisse sind noch viel zu niedrig. Ich erwarte zwar auf lange Sicht Inflation, weil sich die hohe Verschuldung wohl nur über einen Preisschub reduzieren lässt. Doch eine solche Entwicklung kann ich nicht schon für nächstes Jahr erkennen. Die Konstellation fehlt, es gibt wenig unmittelbaren Aufwertungsdruck auf das Preisniveau.

Was liegt Ihrer Meinung nach an Aktienertrag 2018 drin?

Possa: Wir werden nochmals eine prozentual zweistellige Steigerung sehen.

Weil die stärkste Bewegung, wie Sie sagten, am Ende des Anstiegs stattfindet? Wie nah ist die Wende?

Possa: Ein Aufschwung zieht sich meistens länger hin, als man meint, und dieses Mal ist das erst recht der Fall. Denn noch ist die Renditediskrepanz zwischen Aktien- und Bondmarkt viel zu hoch. Aktien sind weit attraktiver als Obligationen. Das wird den Geldfluss hin zu Aktien hochhalten.

Kistler: Wir leben in einer Welt mit neuen Spielregeln, definiert von der Digitalisierung und der Transparenz des Internets. Die neue Welt begann mit der Globalisierung, angetrieben durch die Öffnung von riesigen Ländern wie China. Davon ging ein starker deflationärer Druck aus, begünstigt durch das Internet, das Transparenz schuf und den Konkurrenzkampf auf globaler Ebene intensiviert. Dieser Trend wird auch die nächsten Jahre prägen. Der deflationäre Druck mag etwas nachlassen, aber Angst vor einem für die Märkte schädlichen Zinsanstieg ist fehl am Platz.

Für eine gute Börse braucht es eine starke Wirtschaft und solide Unternehmensgewinne. Ist die Voraussetzung dazu weiterhin vorhanden?

Kistler: Die Wirtschaftszyklen verstetigen sich. Die neue Welt, von der ich sprach, ist berechenbarer geworden. Die wichtigsten Unternehmen werden nach besten Standards geführt, was man daran erkennt, dass es unter den grossen Unternehmen kaum noch Pleiten gibt. Der aktuelle Wirtschaftszyklus ist der zweitlängste der Geschichte und wird zum längsten werden, weil das Wachstum moderat und stetig ist, weshalb es kaum zu Übertreibungen kommt.

Welches Potenzial räumen Sie Aktien ein, in Prozenten gesprochen?

Kistler: Ich nenne ungern Zahlen. Sprechen wir vom Trend, und der wird noch lange dauern. In wenigen Jahren werden Kurs-Gewinn-Verhältnisse um 30 bis 40 keine Seltenheit mehr sein.

Wenn sie für 2018 trotzdem eine Prognose abgeben müssten, wie es Herr Possa und Herr Kalbreier getan haben?

Kistler: Dann würde ich sagen, dass wir zwischendurch mit einer Korrektur rechnen müssen, aber der Aufwärtstrend intakt bleibt. Für 2018 würde ich mich der Prognose einer Aktienperformance von 5 bis 10% anschliessen.

Kalbreier: Eine Bemerkung zu den Pleiten: In der letzten Finanzkrise wären enorm viele Unternehmen bankrottgegangen, hätten nicht die Notenbanken die Zinsen ener-

«Das Pendel schlägt klar zugunsten von Europa aus. Erstmals seit 2010 wächst die Wirtschaft in jedem Euroland.»

LARS KALBREIER

gisch reduziert. So konnte das System stabilisiert werden, und davon haben die Unternehmen bis heute profitiert. Mit neuer Managementqualität hat das wenig zu tun.

Ist die ultralockere Geldpolitik heute ein Risiko, weil sie es der Wirtschaft zu leicht macht?

Kalbreier: Die US-Notenbank geht langsam in Richtung Normalisierung. Die Europäische Zentralbank und die Bank von Japan dagegen sind noch immer äusserst expansiv. Wenn diese beiden auch an der Zinsschraube zu drehen beginnen, nicht 2018, aber die EZB im darauf folgenden Jahr, steigt das Risiko von Kursrückschlägen.

Kistler: Die Zentralbanken betreiben eine aktive Wirtschaftspolitik wie noch nie, das stimmt. Aber sie werden die Geldschwemme nicht reduzieren können und auch nicht wollen – mit Rücksicht auf die enorm hohe Staatsverschuldung, die weiter wächst. Irgendwann wird der Schuldenüberhang korrigiert. Ob wir das noch erleben, ist eine andere Frage.

Zur Aktienselektion: Reicht ein Schweizer Portfolio, um die Welt abzubilden? Was ist an Diversifikation nötig?

Kistler: Ein Schweizer Portfolio ist für sich schon gut diversifiziert, weil viele Unternehmen weltweit tätig sind. Die Performancemessung über die letzten fünfzig Jahre zeigt, dass ein Depot mit Schweizer Aktien das beste war. So wird es auch in den nächsten fünfzig Jahren sein. Unser Land hat eine moderate Regulierungs-

dichte, die solideste Währung, niedrige Zinsen, ein System, bei dem die Politik bei der Bevölkerung direkt in der Verantwortung steht. Solche hervorragenden Voraussetzungen gibt es woanders kaum.

Kalbreier: Mit dem Schweizer Aktienmarkt kauft man quasi die Welt, und das Bild für die globale Konjunktur sieht positiv aus, erstmals seit langem wächst die Weltwirtschaft synchron. Das hilft auch den Schweizer Unternehmen, denen der schwächere Franken zusätzlich Rückenwind verleiht. Besonders attraktiv sind jetzt Aktien von Unternehmen, die aus der Schweiz heraus exportieren.

Nur kurz- oder auch längerfristig?

Kalbreier: Und wir erwarten eine weitere leichte Abschwächung des Frankens. Der Euro dürfte auf 1.20 Fr. steigen, was den exportierenden Unternehmen hilft.

So viele kotierte Gesellschaften gibt es gar nicht mehr, die stark aus der Schweiz heraus exportieren. An welche denken Sie?

Kalbreier: Unter den Grösseren ja. Deshalb haben wir auch eine klare Präferenz bei Small und Mid Caps.

Falls der Franken zum Euro, dem wichtigsten Exportraum der Schweiz, weiter nachgeben sollte, wann werden die Negativzinsen der Nationalbank hinfällig?

Possa: Seit den 1960er-Jahren erstarkt der Franken nominal handelsgewichtet um durchschnittlich 2,7% pro Jahr. Real sind es fast 1%. Schweizer Unternehmen kennen nichts anderes als eine starke Währung, und ich sehe nichts, dass diesen Trend stoppen könnte. Man darf sich durch den jüngsten Aufschwung des Euros nicht täuschen lassen: Die europäische Gemeinschaftswährung ist strukturell schwach und wird es bleiben. Auch der Dollar ist keine starke Währung. Der Franken wird seinen Aufwärtstrend fortsetzen, ob man das jetzt will oder nicht, doch es wird der Wirtschaft nicht den Kragen kosten, sondern sie tendenziell weiter stärken.

Kistler: Der Franken wird wahrscheinlich schon nächstes Jahr wieder an Wert gewinnen. Ob der Negativzins noch jahrelang Bestand hat, weiss niemand. Aber das Zinsniveau in der Schweiz wird bestimmt sehr lange niedrig bleiben.

Ein permanentes Thema unter Anlegern ist China. Würden Sie im Reich der Mitte und generell in Emerging Markets investieren?

Possa: Wer Nestlé-Aktien kauft, partizipiert auch an China. Nestlé setzt in China erheblich mehr um als in anderen Ländern, und Gleiches gilt für viele andere Schweizer Unternehmen. Der Infrastrukturausbau und der steigende Wohlstand in China favorisiert genauso schweizerische und andere globale Konzerne, da braucht es keine Direktinvestments.

Kistler: Die Volkswirtschaften sind so eng miteinander verknüpft wie noch nie. Es ist entscheidend, in welchen Regionen die Firmen agieren. Viele kleinere Schweizer Unternehmen sind als Zulieferer und Nischenplayer global herausragend unterwegs.

Kalbreier: Trotzdem darf man die Opportunitäten, die sich im Ausland bieten, nicht unterschätzen, gerade in Schwellenländern, und da nicht nur bei Aktien, sondern auch bei Anleihen. Wir dürfen nicht vergessen, dass die Emerging Markets fünf Jahre lang unterdurchschnittlich abgeschnitten haben. Sie betrieben keine unkonventionelle Geldpolitik und sind grossmehrheitlich weit weniger verschuldet als beispielsweise Europa. Fürs Anleihenportfolio sind Emerging-Markets-Obligationen in Lokalwährung sehr attraktiv. Risikoadjustiert rentieren sie klar besser als Anleihen der Industrieländer.

Welche Aktien ziehen Sie in der westlichen Welt vor, USA oder Europa?

Kalbreier: Ganz klar Europa, weil Europa im Zyklus zurückliegt und günstiger bewertet ist als der US-Markt. Und was ebenfalls zu Buche schlägt: Erstmals seit 2010 wächst die Wirtschaft in jedem Euroland. Stellt man das der Bewertung gegenüber, die niedriger ist in den USA, schlägt das Pendel eindeutig zugunsten von Europa aus.

Und die Frage: gross oder klein?

Possa: Nebenwerte schneiden im Durchschnitt jährlich 5% besser ab als die grossen Werte, was mit unternehmensspezifischen Eigenschaften zu tun hat, Flexibilität, Langfristigkeit, solider Führung. Deshalb würde ich auch nie in Grossbanken investieren, weil sich da viele Manager bedienen und wieder davonlaufen, wie mehrfach bewiesen. Es braucht die Interessensangleichung.



Marc Possa,
Partner,
VV Vermögens-
verwaltung.



André Kistler,
Co-Gründer,
Albin Kistler.



Lars Kalbreier,
CIO, Vontobel
Wealth
Management.

BILDER: MARKUS FORTE

Stehen 2018 erneut die Technologieaktien im Vordergrund, oder verdienen Finanzwerte, die lange vernachlässigt waren, nicht doch Vertrauen?

Kistler: Tech-Aktien sind aus dem Depot nicht mehr wegzudenken, auch in Zukunft nicht, selbst wenn die Sektorvorlieben rotieren. Unternehmen wie Alphabet – die frühere Google – haben eine so dominante Marktposition, dass sie einfach dazugehören. Wir gewichten jedoch auch den Finanzsektor hoch, vor allem Versicherungen wie Swiss Re, Swiss Life und Helvetia – Konzerne mit breitem Burggraben und damit Preis- und Marktmacht.

Was empfehlen Sie sonst, nach Sektoren oder Einzeltitel?

Kistler: Unter den Industriewerten gefallen uns beispielsweise Komax. Andere Favoriten sind Bell, Conzetta, Kühne + Nagel sowie in den USA der Beratungsdienstleister Accenture.

Sie selektieren nach Titel und weniger nach Sektoren, weshalb?

Kistler: Heute sind die Grenzen zwischen den Sektoren so wie zwischen den Regionen verschwommen, dass oft gar keine klare Zuteilung möglich ist. Wir kaufen keine Sektoren oder Regionen, sondern suchen die besten Unternehmen dieser Welt.

Possa: Die Welt braucht ständig bessere Industrieleistungen, querbeet, und diejenigen Unternehmen, die heute Marktführer sind, werden ihren Vorsprung dank höherer Innovationsquoten in den meisten Fällen noch ausbauen können. Man sieht es am Beispiel des Vakuumventilherstellers VAT Group. Dieser hat seinen Marktanteil von 41% 2015 auf 46% in diesem Jahr gesteigert und gibt so viel allein für Forschung und Entwicklung aus, wie die Nummer zwei der Branche Umsatz erzielt.

Gibt es anderen solche Paradebeispiele?

Possa: Vorhin war vom Burggraben die Rede. Bei den Finanzdienstleistern sehe ich diese Situation nicht, die Eintrittshürden sind eher gering. Aber wenn ein Unternehmen über Jahrzehnte eine Eigenheit entwickelt hat, die noch durch Patente geschützt ist, durch Prozess- und Werkstoff-Know-how, dann ist die Abgrenzung vorhanden und der Boden zum Erfolg geebnet. Beispiele sind Belimo, Bobst, Bossard, Dätwyler, Ems-Chemie, Interroll, Len, Sika, VAT und Ypsomed.

Früher hätten wir Pharma diesem Segment zugeordnet. Gilt das nicht mehr?

Kistler: Vor Jahren waren Novartis & Co. die Highflyer, jetzt sind sie etwas aus der Mode gekommen. Die nächste Phase wird auch wieder die Pharma-Schwergewichte berücksichtigen.

Kalbreiner: Es ist eigentlich logisch, dass Novartis & Co. hinterherhinken. Es sind defensive Werte, während im Konjunkturaufschwung der Fokus mehr den zyklischen Aktien gehört. Deshalb auch der starke Anstieg der Tech-Aktien, wo noch strukturelle Veränderungen hinzukommt: In den USA gingen dieses Jahr nach Thanksgiving 4% weniger Kunden in die Läden, aber es wurde 18% mehr online gekauft. Die Technologie, im Konsum und sonst wo, revolutioniert unseren Alltag.

Das führt zur Schlussfrage – alle Welt spricht davon: Lohnen sich Bitcoins?

Possa: Bitcoin hat Symbolcharakter. Dass er überhaupt zu dieser Bekanntheit kommen konnte, hat mit einem erodierenden Vertrauen in unsere Institutionen zu tun. Das Staatsverständnis, die Basis unserer Gesellschaft, lässt nach.

«Vorhin war vom Burggraben die Rede. Bei den Finanzdienstleistern sehe ich diese Situation nicht.» **MARC POSSA**

Das halte ich für bedenkenswerter, als wohin der Preis noch geht. Wahrscheinlich dürfte er nach diesem Höhenflug in den letzten Wochen nahe am Kulminationspunkt sein.

Kalbreier: Was wir sehen, ist exakt dieses exponentielle Muster, wie es typisch ist für eine Spekulation. Ich bin froh, dass wir nicht das gleiche bei den Aktien sehen. Was sich alle bewusst sein müssen, die Bitcoins besitzen oder zu kaufen beabsichtigen: Die Hoheit haben noch immer die Staaten, die Institutionen, von die Herr Possa angesprochen hat, selbst wenn das Vertrauen in gewisse von ihnen bröckelt. Es bräuchte nur ein G-20-Meeting, an dem erklärt wird, wir sehen ein systemisches Risiko und verbieten den Bitcoin. Dann sinkt der Wert auf null.

Kistler: Das Ganze ist eine Spielerei, wie schon oft. Die Leute sind fasziniert, bis sie auf die Nase fallen. Für mich ist der Bitcoin ein Nebenschauplatz, der nichts mit echtem Investieren zu tun hat.

INTERVIEW: HANSPETER FREY UND ANDREAS MEIER

Meinung zu ausgewählten Aktien

Aktie	Einschätzung
ABB	Kistler: Gehört sowohl wegen exogener Faktoren wie teils regulierter Endabnehmermärkte als auch endogener Ursachen wie wiederholtes Verfehlen eigener Zielvorgaben nicht zu unseren Favoriten. Possa: Wird noch stark von den strukturellen Trends (Robotisierung und Elektrifizierung) profitieren. Umtriebiger CEO, der zum Glück nicht allen Forderungen einer zu kurzfristig orientierten Finanzindustrie nachgegeben hat. Kalbreier: Eine der bestgeführten Infrastrukturfirmen in Elektrifizierung und Automation mit solider Bilanz und starkem Cashflow.
AMS	Kistler: Die Kombination von hohen Wachstumserwartungen und ein Halbleiterzyklus nahe dem Höchst macht die Aktie unattraktiv. Possa: Exzellent positioniert, u.a. im Bereich des Smartsensing, der dank gezielter Akquisitionen zum zwingenden One-stop-shop für alle Smartphone-Hersteller geworden ist. Kalbreier: Mit der Übernahme von Heptagon Ende 2016 im Bereich neuartiger 3-D-Sensoren gut positioniert. Viele weitere Anwendungsmöglichkeiten (Industrie 4.0).
Credit Suisse	Kistler: Solides Kerngeschäft. Die Profitabilität ist aber aufgrund des Umbaus weiter schwach. Wir setzen auf Banken, die ihre Hausaufgaben bereits erledigt haben und für ihre Aktionäre Wert schaffen. Kalbreier: Kapitalbasis solid geworden. Umbau und Kostenreduktion beginnen langsam Früchte zu tragen.
Roche	Kistler: Defensiver Qualitätswert im Gesundheitsbereich mit langfristig orientierter und umsichtiger Führung: Kaufen. Possa: Marktführer in gewissen Bereichen (besonders Onkologie), vor allem dank sehr guter historischer Akquisitionen (Genentech). Da wird das visionäre Element der geistigen Väter der Strategie schön ersichtlich. Kalbreier: Mit starker Position u.a. in Onkologie, personalisierten Medikamenten und neuen Therapieformen mit Medikamente-Kombinationen bestens auf Wettbewerb durch Biosimilars vorbereitet. Zahlreiche zulassungsrelevante Immuno-Onkologie-Studien.
VAT	Kistler: Positive Attribute wie hohe Werte bei Marktanteil, Margen und Kapitalrendite mit negativen Aspekten wie hohe immaterielle Werte und kurze Börsenhistorie halten sich in etwa die Waage. Wir trauen uns bei anderen Firmen eine treffsicherere Kaufempfehlung zu. Kalbreier: Der mit klarem Abstand weltgrösste Hersteller von Vakuumventilen wird mit seinen produktionskritischen Komponenten von der weiteren Miniaturisierung profitieren, ist aber auch den entsprechenden Branchenzyklen ausgesetzt.

Marc Possas Favoriten

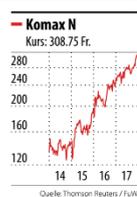
Konservativ	Spekulativ
Also	AMS
Bobst	Lem
Interroll	Logitech
Lindt & Sprüngli	Schaffner
Sika	VAT



Marktprognosen	Ende 2018	Veränderung in %
SPI	12 500	+15,6
Dax	16 000	+20,1
S&P 500	2850	+5,8
Rendite 10-j. «Eidgenossen»	0%	+15 Bp.
Fr./€	1,10	-5,2
Gold (\$/Unze)	1550	+22,7

André Kistlers Favoriten

Konservativ	Spekulativ
Accature (USA)	Alphabet (USA)
Bell	Amgen (USA)
Roche	Conzzeta
Swiss Life	Komax
Vontobel	Kühne + Nagel



Marktprognosen	Ende 2018	Veränderung in %
SPI	11 568	+7,0
Dax	13 987	+5,0
S&P 500	2881	+7,0
Rendite 10-j. «Eidgenossen»	0,15%	+30 Bp.
Fr./€	1,13	-2,6
Gold (\$/Unze)	1300	+2,9

Lars Kalbreiers Favoriten

Konservativ	Spekulativ
Amazon (USA)	Altria (USA)
Barclays (GB)	Forbo
DowDuPont (USA)	General Electric (USA)
Eni (I)	KTM
Flughafen Zürich	Merck KGAA (D)



Marktprognosen	Ende 2018	Veränderung in %
SPI	11 900	+10,0
Dax	14 200	+6,6
S&P 500	2900	+7,7
Rendite 10-j. «Eidgenossen»	0,4%	+55 Bp.
Fr./€	1,20	+3,4
Gold (\$/Unze)	1200	-5,0