

«VON TRUMPS KAMPF WERDEN ALLE PROFITIEREN»

Das Anlagejahr 2018 war von Wechselhaftigkeit geprägt und endet nervös. Wie geht die Reise weiter? Im FuW-Börsenpanel diskutieren die Vermögensverwalter André Kistler (Albin Kistler) und Hilmar Langensand (CEO zCapital) sowie Lars Kalbreier (Chief Investment Officer Vontobel).

Welche Erfahrung im zu Ende gehenden Jahr ist für Sie mit Blick aufs neue Anlagejahr die wichtigste?

Kalbreier: Einmal mehr die Erfahrung, wie wichtig eine einzelne Person nicht nur für die Weltpolitik, sondern auch für die Weltmärkte sein kann: Donald Trump.

Langensand: Zu erfahren, dass die hohen Erwartungen im Jahr 2018 in Bezug auf das Weltwirtschaftswachstum nicht erfüllt werden. Und dass «Buy the Dip», also Kaufen nach einem Rückschlag, was aufgrund der Politik des billigen Geldes der Notenbanken jahrelang funktioniert hat, seit Oktober nicht mehr klappt.

Kistler: Augenfällig ist, wie stark die Psychologie die Märkte prägt. Die Anleger waren an einem Tag ängstlich und am nächsten wieder euphorisch. Auffallend auch, wie sich das auf die reale Wirtschaft übertragen hat. Die Unternehmensinvestitionen gingen zurück, aus Furcht vor einer Rezession. Auch das hat mit Psychologie zu tun, die Sorgen sind fundamental nur zum Teil gerechtfertigt.

Welche Frage beschäftigt Sie mit Blick aufs neue Jahr am meisten?

Kalbreier: Ganz klar: Was passiert im Handelsdisput zwischen den USA und China? Das ist der Grund, weshalb die Unternehmensinvestitionen stocken und die Anleger nervös sind. Es ist nicht nur Psychologie. Der Handelsstreit ist ein handfestes Argument und der gemeinsame Nenner in allen Märkten.

Langensand: Dem kann ich nur beipflichten. Übertreibungen und Hoffnungen, wie sie in den vergangenen zwei Jahren bestanden haben, sind zum Teil brutal korrigiert worden. So heftige Kurstaucher wie beispielsweise in den Aktien AMS, U-Blox oder Implema hat es seit Jahren nicht mehr gegeben. Ich gehe davon aus, dass die Gewinnanschätzungen für 2019 noch klar zu hoch sind.

Kistler: Die Frage ist, wie lange die Märkte noch so volatil und ängstlich bleiben. Die Wirtschafts- und Inflationszyklen sind dank der Digitalisierung und der Globalisierung viel flacher und länger geworden. Wir sehen keine massiven Übertreibungen in den Daten von Wirtschaft und

Unternehmen und glauben deshalb nicht, dass eine Rezession bevorsteht, und wenn, dann sicher keine schwere. Schon jetzt sind verschiedene Gesellschaften sehr attraktiv bewertet, obschon Gewinnrevisionen notwendig sein werden. Bei manchen Unternehmen wird der Gewinn stagnieren. Die Risikoprämie für Schweizer Aktien ist mit über 6% sehr attraktiv.

Titel wie Nestlé und Novartis wurden vom Abschwung verschont, andere, vor allem Nebenwerte, haben ihren Kurswert zum Teil halbiert. Wie ist das einzuordnen?

«Ich gehe davon aus, dass die Gewinnanschätzungen 2019 für Schweizer Unternehmen noch klar zu hoch sind.»

HILMAR LANGENSAND

Langensand: Das ist der typische Zykluseffekt. Nicht zufällig traf es in den vergangenen Wochen vor allem zyklische Titel – Georg Fischer, Rieter, Bucher –, und das fast ohne Neuigkeiten. Es reichen pauschale Befürchtungen einer Wirtschaftsabschwächung.

Sehen Sie die Gefahr einer Rezession?

Langensand: Die Abkühlung ist real und nach dem langen Aufschwung auch nicht erstaunlich. Aber ich nehme wie Herr Kistler das R-Wort nicht in den Mund. Wir sehen keine Rezession, aber die Märkte bewegen sich heute schnell und extrem, was zu riesigen Unterschieden führt: Lindt & Sprüngli PS beispielsweise handeln mit einem KGV 2019 von 30, die Titel der Industriegruppe Georg Fischer, die ebenfalls vieles richtig macht, mit einem KGV von 10. Selbst wenn wir davon ausgehen, dass die Schätzungen für 2019 um 10 bis 20% zu hoch sind, ist das noch immer attraktiv.

Gibt es neben Trumps Handelspolitik und der Rezessionsangst weitere Gründe für die schlechte Stimmung an den Börsen?

Kalbreier: Es gibt verschiedene Störfaktoren. Der grösste ist wie gesagt Donald Trump. Wir kennen Disruption aus den Technologiebranchen, jetzt haben wir Disruption in der Politik. Das zeigt sich augenfällig im Handelsdisput. Er beunruhigt die Märkte am meisten. Es geht nicht lediglich um Zölle, es geht um strategische, technologische und wirtschaftskulturelle Fragen, um Eigentumsrechte, Marktzugang, Marköffnung. Dazu kommen die Unsicherheiten in Europa: der Brexit, der soziale Konflikt in Frankreich. Das sind alles Elemente, die das Fass zum Überlaufen bringen können.

Stets hört man, politische Börsen hätten kurze Beine. Ist das jetzt anders?

Langensand: Normalerweise sind politische Krisen für die Unternehmen nicht direkt gewinnrelevant. Eine politische Börse ist in der Regel eine Kaufchance. Aber dieses Mal, mit der Trump'schen Handelspolitik, ob man sie nun gut oder schlecht findet, ist es anders. Sie verunsichert demassen, dass selbst die ganz grossen Unternehmen, die Samsungs dieser Welt, Investitionsprojekte zurückstellen. Das kann die Aktienmärkte nicht kaltlassen.

Kistler: Wir steuern auf eine wirtschaftliche Abflachung zu, und die politische Ungewissheit ist gross. Das schürt Ängste. Aber sehr viel ist eskomptiert. Weil wir überzeugt sind, dass der Abschwung nicht allzu schwer und die nächste Aufwärtsbewegung wieder sehr lang und solide sein wird, raten wir zu Käufen.

Herr Kistler, wie gefährlich ist in Ihren Augen der Handelsstreit? In den letzten Tagen hat sich das Thema etwas beruhigt.

Kistler: Was Trump jetzt aufbricht – das gilt generell für strukturelle Brüche –, ist langfristig positiv. Neu ordnen, hinterfragen, das hätte auch Europa nötig – eine gewaltige Aufgabe, die irgendwann angepackt werden muss. Italien kann sich nicht mehr selbst helfen. Nächstes Jahr muss es 250 Mrd. € umschulden, eine riesige Herausforderung. Wir schliessen daraus: nicht in Nominalwerte wie Obligationen investieren, sicher nicht in Euro, sondern in erstklassige Aktien.

Abschwung ja, Rezession vorläufig nein. Das ist der Konsens. Was stimmt Sie so sicher, dass es diesen Weg nimmt?

Kalbreier: Eine Rezession ist nur möglich, wenn der Konsum einbricht, womit angesichts der guten Arbeitsmarktlage in den USA und in Teilen Europas vorderhand nicht zu rechnen ist. Zudem sorgen teilweise auch politische Massnahmen, wie beispielsweise die Anhebung der Mindestlöhne in Frankreich im Rahmen der Gilets-jaunes-Bewegung, dass zumindest kurzfristig der Konsum nicht einbrechen sollte. Eine Rezession droht unter normalen Umständen frühestens 2020 oder 2021. Dann ist der Schub der Fiskalpolitik in den USA zu Ende.

Langensand: Ich sehe Warnlichter in China. Das Land ist der «Staubsauger» für Investitionsgüter, der grösste Kunde für Ausrüstungsgüter weltweit. Und was passiert in einem Land, dessen Exporteure mit höheren Zöllen belegt werden? Die Produktion geht ins Ausland, jedenfalls die der internationalen Konzerne. Deshalb stockt die Wirtschaft, und deshalb ist auch die chinesische Führung so nervös. Mir sagen heute Firmenchefs aus der Schweiz, die offiziellen Zahlen aus China seien ein Witz, die Lage sei in Tat und Wahrheit schlechter. Dazu kommt, dass die chinesischen Manager noch nie einen Rückgang, geschweige denn eine Rezession erlebt haben. Immer ist die Regierung eingegrungen und hat Probleme aus dem Weg geräumt.

Aber wirtschaftlich ist China erfolgreich.

Langensand: Ja klar, da steckt viel Power dahinter. Fünfjahrespläne werden konsequent umgesetzt. Doch was man auch sehen muss: In allen Märkten, in die chinesische Firmen – oft staatliche – eingestiegen sind, sind die Gewinnmargen am Boden. Überall wurde mit der grossen Kelle angerichtet und wurden Überkapazitäten geschaffen. Es geht nur um Volumen und nicht um Profitabilität.

Kalbreier: In China bewegen sich einige Dinge aber auch in die richtige Richtung. So kann etwa BMW die Beteiligung am chinesischen Autobauer Brilliance auf eine Mehrheit aufstocken. Die Regierung hängt das nicht an die grosse Glocke,

«Nach Beilegung des Handelskonflikts werden wir eine offenere Wirtschaft mit mehr statt weniger Welt-handel haben.»

LARS KALBREIER

doch vor kurzem wäre das unmöglich gewesen. Und der Chef von Allianz hat jüngst in einem Interview gesagt, dass der chinesische Versicherungsmarkt, für Ausländer immer sehr schwierig, seit kurzem viel zugänglicher sei. Der Grund ist der Druck von Donald Trump. Von diesem Kampf um gleich lange Spiesse im Handel, den Trump führt, werden wir alle profitieren. Der Konflikt schmerzt derzeit. Doch er wird unter dem Druck, der auf beiden Parteien lastet, eines Tages beigelegt sein. Dann werden wir eine offenere Wirtschaft mit mehr statt mit weniger Welt-handel haben.

Langensand: Das Problem ist die Zeitachse. Ob eine Lösung schon nächstes Jahr wahr wird – da setze ich ein Fragezeichen. Wir müssen auf die Vernunft der Politiker setzen und das Beste hoffen, sonst sehe ich schwarz für die Börsen. Immerhin ist der S&P-500-Index ein gutes

Meinungen zu ausgewählten Aktien

André Kistler	Hilmar Langensand	Lars Kalbreier
ABB: ABB beugt sich dem Druck der Investoren. Die Bereinigung des Portfolios und die verstärkte Ausrichtung auf zukunftsstrahlende Märkte wie Automatisierung und Robotik machen ABB zum neuen Investmentcase. Geberit: Dieses gut geführte und extrem profitable Qualitätsunternehmen mit exzellenten Aussichten kann aufgrund einer temporären Wachstumsverlangsamung derzeit zu einer historisch günstigen Bewertung erworben werden. Georg Fischer: Der Portfolioumbau wird die Margenentwicklung stützen, vorderhand belasten aber das Nachlassen der Dynamik beim globalen Autobeitrag sowie die erwartete konjunkturelle Verlangsamung den Ausblick dieses gut geführten Unternehmens. LafargeHolcim: Trotz vielversprechendem CEO-Wechsel überwiegen die Nachteile dieses komplexen Grosskonzerns in Form einer hohen Verschuldung, einer tiefen Kapitalrendite und einer hohen Zyklizität. Sonova: Die neue Marvel-Produktplattform macht Sonova wieder zum Innovationsleader. Das Potenzial ist im Aktienkurs nicht voll abgebildet. Swatch Group: Eine Lösung der Handelskonflikte böte zwar Aufholpotenzial, langfristig aber nach wie vor einige offene Fragen (Digitalisierung, Lagerbestände, Druck von Mitkonkurrenten auf mittleres Preissegment).	ABB: Profitiert vom Trend zu energieeffizienten Lösungen und vermehrter Automatisierung bei industriellen Prozessen. Verkauf von Power Grids ist konsequenter Schritt zur Fokussierung auf margensstärkere Geschäfte. Geberit: Wird weiter an Wachstumsdynamik einbüsen, weil die Baubewilligungen in diversen Märkten auf schwächere Nachfrage hindeuten. Im wichtigsten Markt Deutschland herrscht immer noch «Stau am Bau». Die Sanitäre sind voll ausgelastet. Georg Fischer: Auf defensivere und höhermarginale Geschäfte fokussiert. Abhängigkeit vom Automobilgeschäft reduziert, die stabilere Division Rohrleitungssysteme gestärkt. LafargeHolcim: Starke Stellung in den jeweiligen Märkten, profitiert vom langfristigen Infrastrukturbedarf in Schwellenländern. Die Senkung der Kostenbasis, der Fokus auf Ebitda-Wachstum sowie die attraktive Dividende sprechen für die Aktie. Sonova: Verliert Marktanteile an starke Konkurrenz. Wir zweifeln, ob es mit den neu lancierten Marvel-Geräten gelingt, die Technologieführerschaft zurückzuholen. Branche könnte mit der Zulassung von OTC-Geräten unter Preisdruck kommen.	ABB: Verkauf der Netzwerksparte ist positiv. Aktienrückkauf gibt dem Titel auch in schwierigen Umfeld 2019 eine gewisse Stütze. Fokussierung auf das marginstärkere Restgeschäft und attraktive Dividende sind weitere Argumente, die für ABB sprechen. Geberit: Ist und bleibt ein Qualitätsunternehmen, wenn auch mit der integrierten Sanitec etwas weniger schnell wachsend. Die Aussichten für Europa trüben sich tendenziell ein, im gut laufenden Deutschland aber nach wie vor Mangel an qualifizierten Installationskapazitäten. Georg Fischer: Verkauf von zwei Giessereien in Deutschland reduziert die Abhängigkeit von Automotiv und fokussiert GF Casting Solutions noch mehr auf höhermarginale Leichtmetallkomponenten. Steigendes Gewicht von GF Piping Systems führt zu defensiverem Risikoprofil. LafargeHolcim: Altlasten des Merger langsam ausgestanden, Fokus unter neuem Management wieder auf Wachstum, attraktiv bewertet. Sonova: Demografie gewinnt für Hörhilfen an Bedeutung, doch dürften neue Konkurrenten mit günstigeren Einstiegsmodellen Druck machen. Swatch Group: Starke Abhängigkeit vom Franken sowie von der Nachfrage aus Asien, vor allem aus China, macht die Aktie im momentanen Umfeld anfällig. Längerfristig wird sich zeigen müssen, ob Swatch Group in der Lage ist, bei den Smartwatches Marktanteile zu sichern.

BÖRSEN PANEL 2019



Die Teilnehmer am diesjährigen FuW-Börsenpanel (von links): Lars Kalbreier, Hilmar Langensand und André Kistler.

BILD: IHS C. MITTEN

Disziplinierungsinstrument für Trump. Er misst seinen Erfolg ja am Börsenverlauf.

Was soll der Investor zum gegenwärtigen Zeitpunkt tun? Zuwarten, eher kaufen oder verkaufen?

Kistler: Der grösste Fehler wäre es, jetzt keine Aktien zu besitzen. Wir sehen noch 10% Rückschlagrisiko, was bescheiden ist. Deshalb die Empfehlung für Neuanleger: In die Titel der besten Unternehmen mit einem ersten Betrag investieren und etwas Pulver trocken halten, um nach allfälligen weiteren Rückschlägen nochmals zugreifen zu können. Der technologische Wandel bleibt die Triebfeder für langfristiges Wachstum.

Langensand: Zurzeit halte ich im Schweizer Nebenwertfonds 9% Cash. Das ist viel, weil ich meine, man soll zuwarten. Ich bin ziemlich sicher, dass man im Frühjahr günstiger einsteigen kann. Wir dürfen nicht vergessen, dass in den letzten drei, vier Jahren die Bewertungen im Small- und Mid-Cap-Bereich massiv gestiegen sind. Das war nicht immer durch entsprechende Gewinnsteigerungen unterlegt.

Kalbreier: Wir führen viele Gespräche, ob wir Aktien jetzt übergewichten sollen. Dass wir uns bis heute dagegen entschieden haben, liegt daran, dass wir zwar glauben, dass der Handelsstreit gelöst werden wird – weil es bei einer Eskalation nur Verlierer gibt, was auch Trump einleuchtet. Doch wir wissen nicht, wann die Einigung kommt, ob in drei, sechs oder noch mehr Monaten. Wären es nur drei, würden wir massiv kaufen.

Gibt es Alternativen zu Aktien? Immerhin rentieren zehnjährige US-Staatsanleihen inzwischen fast 3%.

Langensand: Für Grossanleger in den USA kann es ein Thema sein, das Risiko etwas zu mindern und in sichere US-Staatsanleihen zu investieren. In der Schweiz, wo zehnjährige Staatspapiere – 0,2% rentieren, bei einer Teuerung von knapp 1%, funktioniert das nicht. Die Schweiz weist in einer Hochkonjunktur negative Realzinsen auf, das ist Finanzrepression pur. Was wir bei unseren Kunden feststellen, ist ein Interesse an soliden Dividendenaktien, die durchschnittlich mehr als 3% rentieren.

Wie gehe ich jetzt vor bei der Auswahl von Aktien? Welches sind die Eigenschaften guter Unternehmen?

«Wir sehen noch etwa 10% Rückschlagrisiko, was bescheiden ist. Der grösste Fehler wäre es deshalb, jetzt keine Aktien zu besitzen.»

ANDRÉ KISTLER

Langensand: Ich suche Firmen, die Wachstumspotenzial haben, innovativ sind und gut geführt werden von Managern, denen ich vertrauen kann. Auch eine gute Bilanz ist wichtig. Die Bewertung ist eine relative Sache. Ich bin eher bereit, für Titel guter Unternehmen etwas höhere Bewertungen zu zahlen, als in einen langwierigen Restrukturierungsfall zu investieren.

Nennen Sie Namen.

Langensand: Ems-Chemie und Schindler gehören zu meinen Favoriten, aber mir gefällt auch Zur Rose, die sich mit Akquisitionen zur führenden Online-Apotheke in Europa aufgeschwungen hat.

Kistler: Wir gehen ähnlich vor wie Herr Langensand. Management, Bilanz, Marktstellung, Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells und der Ertragsentwicklung sowie Bewertung – das sind unsere Qualitätskriterien. Sie werden etwa von Swiss Life, Baloise, UBS, Roche, Mettler Toledo, Sonova, Givaudan, Ems-Chemie, SFS, Kühne + Nagel, Komax und Also erfüllt.

Ein Thema, das noch anzusprechen ist, sind die Negativzinsen. Gibt es die Perspektive, dass wir da hinausfinden?

Kistler: Die Nationalbank ist der irrigen Meinung, sie könne sich, wenn alle Dämme brechen, gegen den strukturell schwachen Euro stemmen. Wir halten das für grundfalsch. Die SNB beschneidet sich dadurch in ihrer Handlungsfreiheit. Der Euro wird innerhalb der nächsten drei Jahre noch viel schwächer werden. Dann müsste die Nationalbank noch mehr Euro kaufen – das ist ein Widerspruch. Sie wird die Minuszinsen reduzieren müssen, der Druck wird zu gross werden.

Aber das wäre ein Problem für die Schweizer Wirtschaft.

Kistler: Das sagen viele Politiker und Unternehmer, doch die Angst ist unbegründet. Wieso ist die Schweiz wirtschaftlich so stark? Weil wir eine harte Währung haben. Der Franken kann gar nie so stark werden, dass er uns fundamental schadet. Denn dann würde niemand mehr Franken kaufen, und er würde von selbst schwächer. Der Markt regelt solche Dinge effizient. Aber klar, Frankenstärke bedeutet Stress

für die Unternehmen, sie müssen noch innovativer und leistungsfähiger werden. Darauf gründet unser Wohlstand.

Langensand: Ich glaube auch, dass der Euro letztlich nicht funktioniert. Doch vorerst werden die EZB und die europäischen Politiker weitere Werkzeuge aus dem Giftkasten holen, die EZB wird noch mehr Geld schaffen, und die Nationalbank wird mitmachen, um das morsche Konstrukt zu stützen. Klar ist auch: Sollte der Euro wieder massiv an Wert verlieren, gäbe das nochmals Druck auf die Börse. Das alles zeigt aber auch: Die Zinsen in der EU und auch in der Schweiz können nicht steigen.

In welchen Anlagen sehen Sie die Möglichkeit für Überraschungen im nächsten Jahr?

Langensand: Ich kann mir vorstellen, dass die Sachwertanlage Gold viele andere Anlageklassen 2019 übertreffen könnte. Gold ist auf sehr lange Sicht werterhaltend. Weil ich an Zyklen glaube, scheint mir jetzt nach der langen Unterperformance des Edelmetalls ein Kauf attraktiv zu sein.

Kistler: Versicherungsaktien werden noch immer unterschätzt. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt um 10, die Dividendenrendite ist hoch, oft über 4% – kaufen.

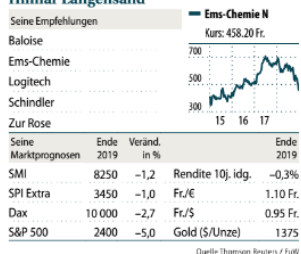
Kalbreier: Die Aktien der deutschen Automobilbauer Daimler und BMW sollten im Auge behalten werden. Sie wurden durch den Handelszwist, Dieselgate und die Ungewissheiten über die Elektromobilität stark in Mitleidenschaft gezogen. Diese Probleme sind aber alle lösbar, teils entstehen für die Autokonzerne völlig neue Chancen. Wenn sich diese abzeichnen beginnen, kann es in den Aktien zu einer Rally kommen.

INTERVIEW: HANSPETER FREY UND ANDREAS MEIER

André Kistler



Hilmar Langensand



Lars Kalbreier

