

### MARKTPERSPEKTIVEN 2020

Das Anlagejahr 2019 hat sich viel besser entwickelt als anfänglich erwartet. Wie geht die Reise weiter? Im FuW-Börsenpanel diskutieren die Anlageprofis André Kistler, Hilmar Langensand und Dan Scott.

# «Aktien sind noch immer viel zu billig»

**Meine Herren, was war für Sie das Prägendste im Anlagejahr 2019?**

**Langensand:** Für mich war es der 4. Januar, als Fed-Chef Jerome Powell überraschend Flexibilität bei den ursprünglich geplanten Zinserhöhungen signalisierte und die Märkte beruhigte. Seither steigen die Aktienkurse wieder, die Zinsen sinken.

**Kistler:** Für 2019 charakteristisch war der ständig steigende Anlagebedarf, der auf ein schrumpfendes Investitionsangebot trifft. Schrumpfend deshalb, weil der Obligationenmarkt kaum mehr etwas abwirft und bei den Aktien Rückkäufe das Angebot mindern. Daher ist es nicht erstaunlich, dass die Börse 2019 gut gelaufen ist.

**Scott:** Die Geldschwemme war ein Charakteristikum an den Aktienmärkten 2019, das auch wir wahrgenommen haben. Verändert hat sich 2019 das Wirtschaftsumfeld. Noch vor sechs Monaten schien es so, als würden sich die Wachstumsraten in den verschiedenen Weltregionen synchron entwickeln, doch mittlerweile ist das nicht mehr der Fall.

**Wie sind die Investoren positioniert?**

**Scott:** Die Anleger sind vorsichtig, sie glauben, dass es, weil die Kurse immer gestiegen sind, so nicht weitergehen kann. Das zeigt, dass immer noch gesunde Zurückhaltung vorherrscht, was mich zuversichtlich stimmt für die weitere Entwicklung der Börsen. Ich sehe eher Übertreibungen am Bond- und am Private-Equity-Markt.

**Was macht die Aktienanleger so vorsichtig?**

**Kistler:** Auch wenn es schon zehn Jahre her ist, spüren viele Investoren noch immer die Finanzkrise im Nacken. Und dann kommt noch etwas dazu: Ich behaupte, dass in Europa die Aktienanlage noch immer nicht richtig verstanden wird. Für viele sind Aktien Risikopapiere, dabei sind sie über die Zeit die sicherste Anlage überhaupt. Denn ein gutes Unternehmen schafft Wert und schützt dadurch seine Investoren.

**Langensand:** Die Aktienbewertungen sind im historischen Vergleich nicht günstig. Institutionelle Anleger, die einen grossen Teil unserer Kundschaft ausmachen, fahren eine Aktienquote, die nah oder gar über ihrer strategischen Vorgabe liegt. Das Problem für diese Investoren ist jedoch die Obligationenquote. Da herrscht ein Anlagenotstand, weil die Renditen so extrem niedrig sind. Doch eine Pensionskasse muss sich an die gesetzlichen Vorgaben halten.

**Kistler:** Das ist ein Problem, das prioritär angegangen werden sollte. Auch Versicherungen halten aus regulatorischen Gründen einen Aktienanteil von bloss wenigen Prozenten. Das ist doch lächerlich!

**Wie fällt Ihre Standortbestimmung aus bezüglich der Konjunktur?**

**Scott:** Wir weichen etwas vom allgemeinen Konsens ab. In Europa erwarten wir eine

leichte Wachstumsbeschleunigung von 1,1 im laufenden auf 1,3% im kommenden Jahr. Europa wird sich erholen, auch dank der wieder sehr expansiven Geldpolitik.

**«Die Geldschwemme nützt nichts mehr, im Gegenteil, sie schadet, denn sie zementiert überholte Strukturen.»**

**Hilmar Langensand, zCapital**

Ebenso sollten die Schwellenländer etwas stärker wachsen, 3%, nach 2,9%. Chinas Wachstum dagegen wird sich von 6,1 auf 5,8% abschwächen. Die proportional

grösste Verlangsamung erwarten wir in den USA, von 2,7 auf 2,5%. Wir gewichten deshalb europäische Aktien seit September höher in unseren Kundenportfolios.

**Was ist der Grund, dass sich die Aussichten Europas aufhellen sollten?**

**Scott:** In Deutschland ist das Schlimmste überstanden, die deutsche Automobilindustrie steht auf gesünderen Beinen als noch vor einem Jahr. In den peripheren Ländern zeigen sich ebenfalls Aufschwunganzeichen.

**Kistler:** Wir sehen in Bezug auf die Konjunkturperspektiven die riesige Staatsverschuldung als Hauptproblem für das Wachstum. Die Geldschwemme und die tiefen Zinsen führen zu einer Verkrustung der Strukturen. Dazu kommt die Überalterung, 2020 wird zum ersten Mal in der Geschichte die Zahl der Arbeitskräfte in den Industrieländern schrumpfen. Dies alles

### MEINUNGEN ZU AUSGEWÄHLTEN AKTIEN

ANDRÉ KISTLER	HILMAR LANGENSAND	DAN SCOTT
<p><b>Credit Suisse Group:</b> Die Aktie ist anspruchlos bewertet. Trotz Restrukturierung fehlt der Bank aber ein klares Profil. In Kombination mit den strukturellen Gegenwinden im Banking spricht nichts für einen Kauf.</p> <p><b>Logitech:</b> Die überdurchschnittliche Qualität des Unternehmens ist durch die aktuelle Bewertung der Aktie fair abgebildet. Wir erwarten für 2020 eine Kursentwicklung im Rahmen des Gesamtmarktes.</p> <p><b>Lonza:</b> Lonza ist ein erfolgreicher Zulieferer für Biotech-Unternehmen. Die aktuelle Rentabilität und die künftigen Wachstumsraten rechtfertigen die hohe Bewertung jedoch nicht.</p> <p><b>Straumann:</b> In der hohen Bewertung reflektieren sich dynamisches Wachstum, unternehmerische Führung und innovative Produkte. Es bleibt abzuwarten, ob die hohen Erwartungen übertroffen werden können.</p>	<p><b>Credit Suisse Group:</b> Die Aktie befindet sich nicht in unserem Anlageuniversum.</p> <p><b>Logitech:</b> Logitech wächst eindrucksvoll. Wir sehen viel Potenzial in den Bereichen Gaming und Zubehör für Videotelefonie. Zudem gefallen das Kostenmanagement und die starke Bilanz. Die Bewertung ist im Vergleich zu anderen Schweizer Wachstumsaktien moderat.</p> <p><b>Straumann:</b> Straumann kann insbesondere dank des neuen Zahnimplantats BLX und des Aligners-Geschäfts zweistelliges Wachstum generieren. Falls es gelingt, das Momentum aufrechtzuerhalten, wird die Aktie in ihre optisch hohe Bewertung hineinwachsen.</p> <p><b>Swatch Group:</b> Die strukturellen Probleme im tief(er)preisigen Segment mit Swatch oder Tissot dürften auch 2020 belasten. Würde das Management diese Herausforderung proaktiver angehen, wäre die tief bewertete Aktie kaufenswert.</p>	<p><b>Logitech:</b> Logitech ist im Trend von E-Gaming mit ihren Präzisionsmäusen, Tastaturen und Headsets das Mass aller Dinge. Zudem eröffnet der Bereich Videokonferenzsysteme neue spannende Wachstumsfelder. Kaufen.</p> <p><b>Lonza:</b> Der Abgang des CEO wenige Monate nach dem Amtsantritt hat verunsichert. In diversen Roadshows konnte das Management um Interim-CEO Albert Baehny allerdings mit starker Geschäftsdynamik und vollen Auftragsbüchern überzeugen. Kaufen.</p> <p><b>Straumann:</b> Der Dentalimplantathersteller wächst schnell und kann die hohen Erwartungen stets erfüllen. Das neue Wachstumssegment transparente Zahnsparangen (Clear Aligners) schafft weiteres Potenzial. Kaufen.</p> <p><b>Swatch Group:</b> Es bestehen Unsicherheiten wegen der dominanten Position im rückläufigen Markt für tief- und mittelpreisige Schweizer Uhren. Halten.</p>

führt dazu, dass die Wirtschaft langsamer wächst, und zwar auf Jahre hinaus. Die Zyklusauslässe werden durch die extreme Geldpolitik zusätzlich gedämpft.

**Langensand:** Ich teile die Meinung von Herrn Kistler. 2019 zeigt das geringste Wachstum der Weltwirtschaft seit der Finanzkrise, obwohl eine Rekordgeldmenge im System steckt. Die Geldschwemme nützt nichts mehr, im Gegenteil, sie schadet, sie zementiert überholte Strukturen; diejenigen die viel haben, werden noch reicher, schlecht geführte Unternehmen können dank billigen Krediten weiterwursteln. Dazu kommt, dass die Politik in die gleiche Kerbe haut, sie will Zyklen dämpfen und Strukturen bewahren, um Arbeitslosigkeit zu verhindern und den Konsum hoch zu halten. Eine Änderung dieser Interessenlage ist nicht abzusehen.

#### Was bedeutet das für die Aktienmärkte?

**Kistler:** Aktien bleiben trotzdem attraktiv, denn eine Rezession ist unwahrscheinlich, die Fallhöhe dazu ist viel zu niedrig, und auch die Gefahr von Inflation ist gering. Dazu bleibt die weitere Konjunktur-entwicklung gut berechenbar. Das alles schätzen die Märkte. Für uns bieten Aktien nach wie vor viel Potenzial, wir bleiben klar Übergewichtet.

#### Vor einem Jahr war der Handelskonflikt ein Riesenthema.

**Langensand:** Es geht mittlerweile um mehr als Zölle: um die politische und die technologische Vormacht. Die Blöcke USA und China bewegen sich auseinander. Da reicht ein blosser Zolldeal nicht. Die Unternehmen müssen sich auf einen längeren Veränderungsprozess einrichten und Lieferketten anpassen. Das trifft vor allem China. Die Unternehmen verlassen das Land, weil der Handelskrieg noch lange dauert. **Scott:** Wir sind nicht negativ eingestellt für China. Das Land ist in vielem mittlerweile führend, etwa in mobilen Bezahlsystemen, in der Batterieproduktion und teilweise bei künstlicher Intelligenz. China wird die

Transformation zu einer konsumgetriebenen Wirtschaft schaffen und ein Treiber der Weltwirtschaft bleiben.

#### bleibt der Konsum auch 2020 eine Stütze der Konjunktur?

**Langensand:** Absolut. Gerade für Amerika, wo der Konsum der weitaus wichtigste Treiber ist, bleibt die Ampel auf Grün. Die Arbeitslosigkeit hat in den USA ein Fünfzigjahrestief erreicht. In den EU-Ländern steht sie mit 6,3% so niedrig wie nie seit der Einführung des Euros.

**Kistler:** Ja, die Arbeitslosigkeit ist niedrig, der Konsum ist nicht gefährdet, und das wird länger so bleiben. Die zwar flache, aber stetige Wirtschaftsentwicklung hält die Konsumentenstimmung positiv. Der Wohlstand war noch nie so hoch, die Lebenserwartung nimmt noch immer zu. Zudem besteht Potenzial für weitere Verbesserungen. Die Schwellenländer werden trotz temporärer Rückschläge prosperieren. Der Mensch strebt stets nach mehr, er will, dass es ihm oder seinen Kindern besser geht. Auch davon werden die global tätigen Unternehmen langfristig profitieren.

#### Gibt es denn eine Konstellation, die gegen Aktien sprechen könnte?

**Kistler:** Ja, ein zu kurzer Anlagehorizont. Man muss fünf bis zehn Jahre Geduld haben mit Aktienanlagen.

**Langensand:** Ja, falls sich die Konjunktur deutlich abschwächen sollte.

**Kistler:** Aber dieses Risiko ist gering. Die Zentralbanken und die Politik lassen das nicht zu. Die Geldpolitik wird expansiv bleiben, es wird alles darangesetzt, dass die Wirtschaft nicht einbricht. Die Bewertungsexpansion an den Börsen wird weitergehen, denn die Aktienkurse werden wegen der Geldschwemme schneller steigen als der Gewinn der betreffenden

### André Kistler

Seine Empfehlungen

Also  
Accenture  
Ems-Chemie  
Hannover Re  
Roche GS



Seine Marktprognosen	Ende 2020	Veränd. in %	Ende 2020
SMI	11 350	+9,0	Rendite 10j. Eidg. -0,6%
Dax	14 200	+8,0	Fr/€ 1.05 Fr.
S&P 500	3400	+8,0	Fr/\$ 0,95 Fr.

Quelle Thomson Reuters / FuW

### Hilmar Langensand

Seine Empfehlungen

Barry Callebaut  
BKW  
Conzeta  
Logitech  
Partners Group



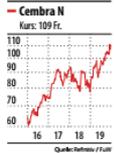
Seine Marktprognosen	Ende 2020	Veränd. in %	Ende 2020
SMI	10 800	+4,0	Rendite 10j. Eidg. -0,8%
Dax	13 800	+5,0	Fr/€ 1.05 Fr.
S&P 500	3000	-5,0	Fr/\$ 0,92 Fr.

Quelle Thomson Reuters / FuW

### Dan Scott

Seine Empfehlungen

Cembra  
Kardex  
Palo Alto Networks  
Orange



Seine Marktprognosen	Ende 2020	Veränd. in %	Ende 2020
SMI	10 900	+5,0	Rendite 10j. Eidg. -0,6%
Dax	13 900	+6,0	Fr/€ 1.13 Fr.
S&P 500	3300	+5,0	Fr/\$ 0,97 Fr.

Quelle Thomson Reuters / FuW

«China wird die Transformation zu einer konsumgetriebenen Wirtschaft schaffen und ein Treiber der Weltwirtschaft bleiben.»

Dan Scott, Vontobel

André Kistler hat den Vermögensverwalter Albin Kistler 1996 mitgegründet und amtiert dort heute als Chefstrategie Anlagen.



Hilmar Langensand verfügt über 25 Jahre Erfahrung in der Aktienanlage und hat nach seiner Tätigkeit als Head of Equities bei der Suva 2008 den Vermögensverwalter zCapital mitgegründet. Er leitet dort das Portfoliomanagement.



Unternehmen. Auch die reale Dividendenrendite ist nahe einem Rekordhoch in der Schweiz. Das zeigt: Aktien sind noch viel zu billig. In den nächsten Jahren wird sich der Anlagenotstand immer stärker bemerkbar machen, und das zugunsten der Aktien.

## Welche Erwartungen haben Sie für 2020?

**Scott:** Die Anleger müssen sich darauf einstellen, dass das schwächere globale Wirtschaftswachstum im nächsten Jahr die Entwicklung vieler Unternehmen beeinträchtigen wird. Die Aktienausswahl wird daher schwieriger werden. Doch es gibt Bereiche der Wirtschaft, die aufgrund struktureller Trends schneller wachsen werden. Dazu zählen etwa Cloud Computing, E-Commerce, Smart Farming, Robotik und E-Sports.

## Gehen wir auf die Titelebene. Welche Aktien gefallen Ihnen?

**Langensand:** Die bekannten Evergreens werden weiter gut laufen. Etwas vernachlässigt scheinen mir Lindt & Sprüngli, die dieses Jahr kaum vom Fleck gekommen sind. Oder dann Barry Callebaut, auch ein Schokoladentitel. Im Technologiebereich gefallen mir Logitech, das Unternehmen findet laufend neue Wachstums-

**Kistler:** Wir haben die Versicherungstitel stark übergewichtet in unseren Depots, und wir kaufen innovationsstarke Industriefirmen wie Bucher, SFS, Ems-Chemie. Unter den Banken halten wir uns an Vermögensverwalter wie Vontobel oder Partners Group. Unsere Papiere im Bereich Technologie sind Also, Inficon und Mastercard. In der Gesundheit Roche, Novo Nordisk und Stryker. Wir meiden Auto- und Flugzeughersteller, Rohstoffe, Öl und gewisse Genussmittelproduzenten.

**Scott:** Vom Ansatz her gehen wir ähnlich vor. Wir kaufen im Unterschied zu Herrn Kistler Ölakten, etwa die der französischen Total, die einen sehr stetigen Cash flow zeigt und eine hohe Dividendenrendite von über 5% zahlt. Ferner gefallen uns die Werte des französischen Telecom unternehmens Orange, das einen sehr stabilen Ertrag aufweist. Die Konkurrenz hat Bilanzprobleme, sodass die Preise für Telefondienstleistungen eher steigen werden. In der Schweiz mögen wir Cembris oder Kardex. In den USA ist bei Technologietiteln Vorsicht angebracht. Allerdings sind etablierte, niedrig bewertete Aktien wie Microsoft nach wie vor interessant.

## Was bedeuten die im Herbst 2020

### anstehenden US-Wahlen für den Anleger?

**Langensand:** Präsident Trump wird alles unternehmen, um die Konsumenten bei Laune und die Börse am Laufen zu halten. Dadurch kann er sich seine Wiederwahl am besten sichern.

**Kistler:** Ein Wahljahr ist für die Börsen meistens positiv. Dass sich Trump nochmals wählen lassen will, ist ebenfalls als günstig zu werten.

## Wird Trump nochmals gewählt?

**Scott:** Ausserhalb der USA besteht der Konsens, dass Trump wiedergewählt wird. Die Amerikaner sind allerdings der Ansicht, dass die Demokraten eine gute Chance haben, Trump zu verdrängen. Das Problem sind die Kandidaten. Joe Biden repräsentiert die Vergangenheit, er gehört der Politikerklasse an, die gerade überall auf der Welt abgewählt wird. Bloombergs Kandidatur wirkt noch etwas schwammig. Besser in die Zeit passt Elizabeth Warren, die polarisierend wirkt.

**Langensand:** Die Märkte würden eine Präsidentin Warren gar nicht goutieren.

## Was ist Ihre Meinung zu Gold?

**Kistler:** Wir fügen Gold unseren gemischten Portfolios bei, 2 bis 4%, nicht als Anlage, eher als Versicherung.

**Scott:** Wir erwarten keinen Preisanstieg, doch als Stabilisator im Portfolio empfehlen wir Gold trotzdem zum Kauf.

**Langensand:** Gold kann seine Versicherungsfunktion nicht mehr richtig zur Geltung bringen, weil sie von den Zentralbanken wahrgenommen wird. Es ist aber interessant, dass Gold von den Zentralbanken wieder gekauft wird, und zwar nicht nur von Russland und China, sondern etwa von der Deutschen Bundesbank, die erstmals seit 1998 Gold erwirbt. Bei der Schweizerischen Nationalbank macht das Gold nach der grossen Bilanzausweitung der letzten Jahre noch 5,2% der Aktiven aus. Im Jahr 2000 waren es 25%. Da frage ich mich, ob es für die SNB nicht auch opportun wäre, den Goldbestand aufzustocken.

## Ich stelle noch ein Schlagwort zur Diskussion: Klimapolitik.

**Scott:** Wir stellen fest, dass die ESG-Richtlinien einen Einfluss auf die Kapitalströme haben. Unter dem Kürzel ESG, das für die Begriffe Environment, Social und Governance steht, werden umweltbezogene, soziale und die Unternehmensführung betreffende Standards verstanden, die Unternehmen einhalten müssen, damit ihre Aktien und Bonds als nachhaltige Anlage gelten. Immer mehr Unternehmen unterstellen sich diesen Richtlinien. Und immer mehr Investoren handeln danach.

**Kistler:** Ein kompetenter und verantwortungsbewusster Vermögensverwalter hat schon immer auf solche Kriterien geachtet. Im Kern der Sache ist das nichts wirklich Neues.

**Langensand:** Bisher war ESG vor allem ein Marketinginstrument. Doch jetzt wird es ernst. Der Druck auf die Unternehmen steigt, die Klimaziele der Uno zu erreichen. Wir erhalten diesbezüglich viele Anfragen von Kunden, die Unternehmen spüren Druck von Investoren, eine Strategie zu verfolgen, die klimaverträglich ist. Auch an der Börse spiegelt sich diese Entwicklung. Dass Titel wie Belimo, Geberit oder Landis+Gyr derart gut laufen, ist auch auf die Nachfrage von Fonds zurückzuführen, die nach ESG-Richtlinien anlegen. Alle diese Unternehmen qualifizieren für solche Fonds, weil sie ressourcensparende Technologien anbieten. Das Thema nimmt Fahrt auf, wie ich mir das vor zwölf Monaten nicht vorstellen konnte.

Interview: Andreas Meier

«Ich behaupte, dass in Europa die Aktienanlage noch immer nicht richtig verstanden wird.»

André Kistler, Albin Kistler

felder. Auch der Bankensoftwarehersteller Temenos gefällt. Er musste ein schwaches Quartal melden, was eine Kaufgelegenheit darstellt. Im Industriesektor wäre ich zurückhaltend. Diese Valoren haben seit August 30% zugelegt, da ist jetzt zu viel Hoffnung drin.

**Dan Scott** war einst Korrespondent für Dow Jones und den TV-Finanzmarktkanal CNBC, bevor er ins Banking wechselte. Heute ist er stellvertretender Chief Investment Officer (CIO) von Vontobel Wealth Management.

