

Mittwochsinterview - Finanz und Wirtschaft

Herr Witschi, seit Monaten das gleiche Bild: Die Aktienmärkte machen Rückschläge rasch wett und streben neuen Höhen zu. Was hält die Börsenparty am Leben?

Wir befinden uns in einem kräftigen, globalen Konjunkturaufschwung. Die Schere zwischen Kapitalrenditen und Kapitalkosten hat sich weiter geöffnet, und das Gewinnwachstum hat sich beschleunigt. Weil die Zinsen global auf einem historisch tiefen Niveau verharren, ist die faire Bewertung von Aktien gestiegen.

Was glauben Sie, wie lange hält dieser Schwung noch an?

Vieles spricht dafür, dass er sich fortsetzt. Auch unsere hauseigenen Risikoindikatoren signalisieren weiterhin ein aussichtsreiches Umfeld für Aktien. Die günstigen Konjunkturtrends dürften fortbestehen, und der geldpolitische Kurs, besonders in den USA, wird nur moderat verschärft werden. Zwar käme eine Zunahme der gegenwärtig ungewöhnlich tiefen Kursvolatilität nicht überraschend, aber eine Börsenbaisse wie 2001 bis 2003 oder 2007 bis 2008 sehen wir nicht.

Keine Trendwende, auch wenn die Liquiditätsspritzen der Notenbanken nachlassen?

Nein, zumindest vorerst nicht. Eine Trendwende würde sich dann abzeichnen, wenn die globalen Realzinsen und die Teuerung nachhaltig stiegen. Es wäre falsch, den Zinsrückgang der letzten zwanzig Jahre allein auf die Liquiditätspolitik der Zentralbanken zurückzuführen. Strukturelle Faktoren wie Globalisierung, Digitalisierung und Demografie sind mindestens so wichtig, und sie werden sich in der nahen Zukunft nicht wesentlich verändern.

In Ihrer Anlagestrategie haben Aktien zulasten von Obligationen weiterhin ein Übergewicht. Wie viel Spielraum räumen Sie den Börsen noch ein?

Trotz des jüngsten Kursanstiegs erachten wir Aktien wie gesagt nicht als wesentlich überbewertet, weil auch die Unternehmensgewinne weiter gewachsen sind. Aber dass sich nochmals Renditen wie in diesem und im vergangenen Jahr einstellen, ist wenig wahrscheinlich. Am plausibelsten ist eine Renditeannahme, die sich am Wachstum der Unternehmensgewinne orientiert. Damit würden sich Aktien weiterhin besser entwickeln als Bonds, auch wenn der Vorsprung kleiner und volatiler wird.

Nach welchen Kriterien sollen Anleger beim Aktienkauf vorgehen?

Sie sollten besonders auf die Qualität achten, auf Unternehmen, die wenig verschuldet sind, ein stabiles Ertragswachs-

tum und eine hohe Profitabilität aufweisen. Indem man zusätzlich die Bewertung überprüft, wird vermieden, dass überteuerte Titel gekauft werden.

Wo liegt die Schmerzgrenze? Qualität hat ihren Preis.

Qualitätsaktien waren schon immer teuer. Relativ zum Gesamtmarkt haben sie sich aber nur leicht verteuert, weil auch die Unternehmensgewinne stärker gestiegen sind. Selbstverständlich gibt es Ausreisser. Es empfiehlt sich zum Beispiel, den Unternehmenswert im Verhältnis zum Betriebsgewinn, zum EBIT, als Kennzahl für die Bewertung heranzuziehen.

Wenn Sie nach diesem Muster fünf ausländische und fünf Schweizer Qualitätspapiere herauspicken müssten, welche wären es?

In der Schweiz gefallen uns Richemont. Der Luxusgüterhersteller ist mit seinen ruhmreichen Marken bestens aufgestellt, um vom wachsenden Luxusgütermarkt zu profitieren. Auch Partners Group überzeugt und wächst mit dem Verkauf von alternativen Anlagen. Lonza profitiert als Entwicklungs- und Produktionspartner vom Trend der Auslagerung in der Pharmabranche. Ebenfalls überzeugt sind wir von Novartis und Roche.

Und im Ausland?

Aufgrund des andauernden Konjunkturaufschwungs setzen wir international auf Zykliker wie BASF und Siemens. Der US-Konzern General Electric wird aktuell unter Wert gehandelt und sollte nach der Restrukturierung zu profitablen Wachstum zurückfinden. Im Technologiebereich favorisieren wir ausser dem Internet-Giganten Alphabet die Titel des Datenbankspezialisten Oracle. Er bietet seit geraumer Zeit seine Produkte auch als lukrative Cloud-Lösung an. Aber...

Ja?

Die genannten Werte sind eine Momentaufnahme von Portfolios mit mehreren Dutzend Valoren. Unsere Anlagestrategie fusst auf einem risikogesteuerten Prozess. Von zu konzentrierten Portfoliowetten raten wir ab.

Den Gesundheitssektor gewichten Sie am höchsten, weshalb?

Die Nachfrage im Gesundheitssektor wächst stetig. Dadurch ist er wenig volatil und zählt zu den defensiven Wirtschaftszweigen. Im Vorfeld der US-Präsidentenwahl verkauften viele Investoren aus Angst vor einer Preisregulierung. Das führte zu tiefen Bewertungen und machte den Sektor attraktiv.

Novartis oder Roche? Novartis hat zurzeit die Nase vorn. Lohnen sich Umschichtungen? Was sagt die Basler Bank Dreyfus?

Im Pharmasektor sind die Lebenszyklen der Medikamente sehr wichtig. Nach Ablauf des Patentschutzes bricht der Umsatz unterschiedlich stark weg. Es ist nicht einfach, diese «Patent Cliffs» zeitlich mit der Lancierung neuer Medikamente zu umschiffen. Novartis scheint in die nächste Wachstumsphase zu kommen, Roche muss in den nächsten Jahren den Ablauf mehrerer Patente wettmachen. Langfristig gehören beide aufgrund der guten Pipeline ins Portfolio.

Welche anderen Sektoren, Märkte oder Themen sind ein Muss?

Wir investieren in die Sektoren des globalen Aktienmarktes. Ausser in Gesundheit sind wir in Technologie und Industrie übergewichtet. Innerhalb der Sektoren steuern wir weniger die regionale Ausrichtung, sondern die Risikoaspekte, die Bilanzgüte und die Bewertung an. Entgegen der klassischen Finanzmarkttheorie bedeutet im Aktienuniversum nämlich mehr Risiko nicht immer mehr Rendite.

Die Erwartung höherer Zinsen stimuliert Bank- und Versicherungswerte. Bei Ihnen ist der Sektor neutral gewichtet. Unsere Modelle bleiben für den Sektor in Bezug auf die Bewertung vorsichtig, wir gehen auch davon aus, dass die Zinsen bis auf weiteres auf dem aktuellen Niveau verharren werden. Innerhalb des Sektors legen wir den Fokus seit längerem auf Versicherungen, Beteiligungsgesellschaften und US-Banken. Für den europäischen Bankensektor bleiben wir skeptisch, weil die Auswirkungen der Finanzkrise noch immer nicht bereinigt sind.

Aus welchem Grund sind Rohstoffe neutral und Energie untergewichtet, obschon Sie meinen, der Konjunkturaufschwung gehe weiter?

Sicherlich sprechen die Einkaufsmanagerindizes eine deutliche Sprache. Wegen der US-Schieferölproduzenten stösst der Rohölpreis bei 55 bis 60 \$ jedoch ans Limit. Auch sind die grossen Ölkonzerne weiterhin damit beschäftigt, ihre Schulden abzubauen und die Dividendenzahlungen zu sichern, was bedeutet, dass die Investitionsausgaben niedrig bleiben.

Wie beurteilen Sie Small versus Large Caps?

Small Caps werden in einem freundlichen Börsenumfeld den Vorsprung tendenziell weiter ausbauen können, da die kleineren Unternehmen in der Regel stärker wachsen. Gleichzeitig profitieren die erfolgreichen unter ihnen von einer Neubewertung, die mit Blue Chips deutlich schwerer zu erreichen ist. Marktleader, Aussicht auf weiteres Wachstum, gutes Management und starker Cashflow sind Voraussetzungen für eine weitere Outperformance.

Was ist währungsseitig zu beachten?

Mit den Wahlen in Frankreich und der generell verbesserten Konjunktur haben sich die Investoren in den Euro zurückgetraut. Dementsprechend hat er sich auch zum Franken aufgewertet. Früher kam es zu längeren Phasen der Euroaufwertung, wenn sich die Zinsdifferenz zu seinen Gunsten entwickelte, die Wechselkursvolatilität sank und der globale Risikoappetit stieg. Nachhaltige Reformen sind allerdings die Voraussetzung für zunehmende Zinsdifferenzen und fallende Kursvolatilität – und dafür, dass die Bedeutung des Frankens als «Safe Haven» abnimmt.

Was immer mehr Leute interessiert: Wozu taugen Kryptowährungen, ist Bitcoin mehr als ein Spekulationsobjekt und auch zur Anlage geeignet?

Uns interessieren vor allem die langfristigen Perspektiven, die sich aus den zugrundeliegenden Technologien der Kryptowährungen ergeben. Weil Bitcoin keinen realen Gegenwert hat und keine Zentralbank hinter der Währung steht, bestimmen allein Angebot und Nachfrage den Preis. Zurzeit ist es nicht möglich, diese Währung glaubwürdig zu bewerten, weshalb wir von einer Investition abraten und die Entwicklungen in diesem Gebiet vorerst aufmerksam beobachten.

Interview: Hanspeter Frey

Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
Telefon +41 61 286 66 66 | Fax +41 61 272 24 38
contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Verantwortung für Ihr Vermögen.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers