

Das zu Ende gehende Anlagejahr verlief per saldo wenig spektakulär. Aber zwischenzeitlich geschah Unerwartetes: ein kläglicher Jahresstart, der Brexit, der die Märkte erstaunlich kaltliess, die Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten, von den Anlegern fast euphorisch beklatscht. Drei Anlagespezialisten ziehen ihre Schlüsse daraus, zeichnen die groben Linien für 2017 und geben konkrete Ratschläge fürs Portfolio.

«Positiv, die Quittung kommt später»

HANSPETER FREY UND ANDREAS MEIER

Was nehmen Sie als Anlageexperten aus dem zurückliegenden Jahr mit ins neue?

Christophe Bernard: Wir hatten weder Brexit noch Trump vorausgesehen und waren von der Marktreaktion genauso überrascht wie fast die gesamte Branche. Das lehrt Bescheidenheit.

André Kistler: Es war beeindruckend, wie die Märkte intelligent auf das Getöse, die Voraussagen und die Ängste vieler Anleger und Beobachter reagiert haben. Was zählt, sind die Fakten – für Aktien vor allem anderen die Unternehmensgewinne. Darauf haben sich die Märkte konzentriert.

Marc Possa: Brutal ist, wie die meisten Zentralbanken unter der Fuchtel der Politik stehen und die Märkte systematisch verzerren – und dass diese Entwicklung anhält, ja anhalten muss, weil in den meisten Ländern die Tragbarkeit für höhere Zinsen fehlt. Die ultralockere Geldpolitik wird in Europa sicher fortgesetzt, aber ich wäre nicht überrascht, wenn es später mal krachen würde.

Wie kommt es, dass Anleger im Vorfeld der US-Wahlen über Trump besorgt sind, dann über Nacht ihre Meinung ändern und den neuen Präsidenten beklatschen?

Bernard: Ein gewisser Wandel war schon seit Sommer in Gang. Die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihen ist von 1,4 auf fast 2,5% gestiegen, und erstmals seit langem wurden die Prognosen fürs amerikanische Wirtschaftswachstum im Verlauf des Jahres nicht nach unten, sondern nach oben revidiert. Das Deflationsszenario und die säkulare Stagnation, die viele im Kopf hatten, bekamen Risse. Plötzlich bewegten sich die Wahrscheinlichkeiten in die andere Richtung. Trump hat diese Tendenz noch verstärkt.

Noch verharren viele Anleger an der Seitenlinie. Ist die fundamentale Lage besser als die Stimmung?

Bernard: Zumindest kurzfristig ist die Lage besser, als der Markt erwartet hat.
Kistler: Es war das Jahr des aktiven Investors. In der Schweiz haben aktive Aktienportfolios rund 10 Prozentpunkte besser abgeschnitten als Indexprodukte. Nachdem 2012 bis 2014 Blue-Chip-Jahre waren, was Indexanlagen bevorteilt hat, sind 2015 und 2016 die Verhältnisse zurechtgerückt worden: Gutes wird belohnt und Mässiges bestraft.

Wie ist dann die Kursschwäche von Nestlé um über 10% von Juni bis Mitte November zu erklären?

Die Aktie gilt als alles andere als schlecht und hat den Ruf, ein Witwen- und Waisenpapier zu sein.

Possa: Das lässt sich mit dem erklären, was Christophe Bernard gesagt hat, mit der Rotation von den supersoliden, defensiven, aber auch eher langweiligen Sektoren hin zu mehr zyklischen Papieren. Wenn dann noch eine gewisse Ernüchterung hinzukommt wie jüngst bei Nestlé mit dem verlangsamten organischen Wachstum, dann kann ein solcher Titel rasch 10% an Wert verlieren.

Temporär oder langfristig?

Possa: So eine Rotation kann längere Zeit andauern. Auch wenn sich Nestlé erholt haben, zuoberst auf der Favoritenliste steht der Titel bei uns nicht.

Kistler: Auch wenn's an der Qualität nichts zu mäkeln gibt: Aktien wie Nestlé sind in der Blue-Chip-Hausse 2011 bis 2014 einfach zu stark gestiegen.

Wird auch 2017 der aktive Investor belohnt werden?

Possa: Per Definition ist es ja so: Je mehr Anleger passiv investieren, umso höher sind die Chancen für aktive Investoren. Der Kostendruck, die Regulierungsflut und der Konzentrationsprozess im Asset Management zwingen ja förmlich zu passi-

ven Anlageformen, auch bei den Pensionskassen. Es fehlt der Mut zur Lücke. Mit passiven Strategien wird alles repliziert, was im Index ist, völlig unselektiv.

Kistler: In den meisten Fällen fährt der aktive Anleger besser. Es braucht nicht mal Mut zum Risiko, denn wer indexiert anlegt, kauft auch mindere Qualität.

Wenn selbst die Aktienindizes deutlich voneinander abweichen – die USA aktuell klar voraus, Euroland mit deutlichem Abstand dahinter und erst dann die Schweiz –, wie soll der Investor angesichts dieser Divergenzen im neuen Jahr vorgehen?

Kistler: Langfristig investieren und auf die besten Qualitäten setzen. Für uns sind Sektor- und Länderüberlegungen sekundär. Die Qualitätskriterien müssen erfüllt sein. Um das zu beurteilen, muss man die Hausaufgaben machen und die Unternehmen sorgsam analysieren.

Was für Hausaufgaben gibt es noch?

Bernard: Die Regel Nummer eins ist, sich als Investor selbst gut zu kennen. Die menschlichen Schwächen, etwa Ungeduld oder asymmetrische Wahrnehmung, sind Konstanten an der Börse.

Wir versuchen daher, weltweit mit systematischer Analyse Ineffizienzen zu finden, ob in Sektoren, Regionen, Rohstoffen oder bei Einzeltiteln. Unter- und Überbewertungen zu identifizieren, gehört, wie Herr Kistler sagt, zu unseren Hausaufgaben.

Wie sieht das Resultat aus: Wo gibt's Schnäppchen, wo spekulative Blasen?

Bernard: Russland ist ein problematischer Markt, politisch, in puncto Transparenz und Corporate Governance. Aber es ist weltweit der günstigste Markt. Vielleicht wird Russland im neuen Jahr wieder besser beurteilt – etwa weil die Handelsanktionen fallen, es ein Arrangement in der Ukrainefrage gibt und der Ölpreis hilft. Vorderhand sind wir noch skeptisch, aber immerhin haben die Unternehmensgewinne gedreht. Ein anderes Beispiel, wo wir positive Signale sehen, ist die schwedische Krone. Da ist zu prüfen, wie die Währungsbewertungsmässig steht, was die Zentralbank macht und wie sich die Kapitalflüsse entwickeln. Solchen Signalen gehen wir nach.

Wo sehen Sie Blasen? Die Zinsen hätten den Boden erreicht, sagen Sie. Heisst das: Hände weg von Obligationen?

Kistler: Wir haben in Obligationen seit Jahren ein Untergewicht. Im ausgewogenen Depot sind es aktuell 30%. Doch dass die Zinsen stark steigen, sehen wir nicht, schon gar nicht in der Schweiz.
Possa: Der Wendepunkt ist erreicht. Aber es wird, wenn überhaupt, nur gemächlich aufwärtsgehen.

Einverstanden?

Bernard: Da unterscheiden wir uns. Auf fünf Jahre hinaus sind Verluste bei guten Staatsanleihen aus Europa – Bunds und «Eidgenossen» – programmiert. In den USA präsentiert sich die Situation etwas anders, die Rendite der zehnjährigen Treasuries ist bereits bei knapp 2,5% und wird nach unserem Hauptszenario im Verlauf des nächsten Jahres auf 3% steigen.

Possa: Die Zinswende wird sich nicht materiell manifestieren, zu hoch ist die Verschuldung, vor allem diejenige der Staaten. Die Politik hat es tatsächlich geschafft, ein System zu entwickeln, in dem der wichtigste Preis – das Zinsniveau – ausser Kraft gesetzt wurde.

Meinung zu ausgewählten Aktien

Aktie	Einschätzung
ABB	Kistler: In puncto Auftragseingang mittelfristig keine positiven Überraschungen zu erwarten. Es gibt Attraktiveres (z. B. Bucher) günstiger. Bernard: Gehört nicht zu unseren Favoriten für 2017, selbst der VR-Präsident von ABB spricht von einem Übergangsjahr. Possa: Viele gute strukturelle Treiber, grosses Upside, wird sich in den nächsten Jahren dank besserer operativer Performance manifestieren.
Credit Suisse	Kistler: Aufgrund der Neuausrichtung mit grossen Risiken behaftet, Teilveräusserung der stabilen Schweizer Aktivität, ein Zeichen der Hilflosigkeit. Bernard: Unser grösstes Übergewicht innerhalb des Schweizer Bankensektors.
Lindt & Sprüngli	Kistler: Kakaopreisschwäche gibt Rückenwind, Umsatzwachstum nachhaltig, stimmt in Kombination mit Kurskorrektur positiv. Bernard: Wird weiter Marktanteile gewinnen, profitiert vom steigenden Dollar und gesunkenen Rohstoffpreisen. Possa: Kontinuität, Stabilität und Effizienz, selbst der letztes Jahr akquirierten Russell Stover wird dieses Korsett aufgesetzt, Wachstumsverlangsamung in den USA temporär, dann massive Margenverbesserung.
Logitech	Kistler: Prognostizierbarkeit des weiteren Ertrags aufgrund hoher Zyklizität und Abhängigkeit von technologischen Modetrends erschwert, Kurs spiegelt bereits sehr positive Entwicklung. Bernard: Dürfte in der ersten Hälfte 2017 zu den Gewinnern gehören, danach fehlt etwas das Wachstum von neuen Produkten. Possa: Versteht es, die richtige PC-Peripherie und IT-Accessoires zum richtigen Zeitpunkt und Preis zu lancieren, ein klarer Kauf.
Swatch Group	Kistler: Solid aufgestellt, hohe Eigenkapitalquote, halten, wir bevorzugen jedoch Richemont. Bernard: Einer unserer Favoriten für 2017, historisch attraktiv bewertet, dürfte im neuen Jahr zu Umsatz- und Gewinnwachstum zurückfinden. Possa: Wird dank Eignerstruktur und schuldenloser Bilanz alle Stürme meistern. Belenos (Batterien) in der aktuellen Bewertung nicht enthalten.