

«Hoher China-Absatz kann jetzt ein Vorteil sein»

MITTWOCHSINTERVIEW Marc Hänni, Leiter Schweizer Aktien bei Vontobel Asset Management, präferiert ausserhalb des SMI defensive Titel wie BKW, Galenica und Lindt & Sprüngli.

Herr Hänni, Fondsmanagern wird oft vorgeworfen, dass sie ihre Portfolios nicht aktiv genug bewirtschaften. Hat die Krise zu Veränderungen in Ihren Fonds geführt? Ja, die Zusammensetzung unserer Fonds hat sich in den vergangenen vier Monaten stark verändert. In dieser Zeit haben wir schon mehr Transaktionen durchgeführt als normalerweise in einem ganzen Jahr. Als Fondsmanager mag man oft die Titel im Portfolio und will sich nicht eingestehen, dass sich etwas geändert hat. Wir haben aus vergangenen Krisen – wie der Internetblase und der Finanzkrise – gelernt: Wir haben diesmal konsequent Anpassungen vorgenommen.

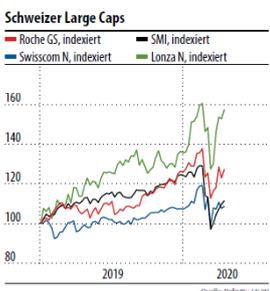
Wie haben Sie umgeschichtet? Wir haben in Richtung von defensiven Titeln und Qualitätsunternehmen umgeschichtet. Schon Ende vergangenen Jahres sind wir davon ausgegangen, dass sich die extrem gute Performance von 2019 nicht wiederholen wird, und haben ein schwierigeres Wachstumsumfeld erwartet. Ab Mitte Januar haben wir Titel mit China-Exposure reduziert – etwa Straumann, Swatch Group, Logitech und Schindler. Als sich das Virus weiter ausgebreitet hat, haben wir uns noch defensiver positioniert.

Das hohe China-Exposure könnte sich aber jetzt als Vorteil erweisen, wenn die chinesische Wirtschaft wieder in Schwung kommt? Ja, ein hoher Absatzanteil in China könnte jetzt von Vorteil sein. Bei Logitech und Swatch Group haben wir Positionen wieder aufgebaut. Nach unseren Informationen wird in vielen Bereichen das Leben in China wieder an die Normalität geführt. Auch wenn noch das Risiko einer zweiten Welle besteht. Man sollte aber nicht vergessen, dass es nur wenige Unternehmen gibt, die rein auf China fokussiert sind.

«Die Gegenbewegung ist nicht nachhaltig, sondern eine Bärenmarktrally.»

Meiden Sie nun Unternehmen, die ein hohes Exposure zum US-Markt aufweisen? Hier darf man nicht alle Unternehmen in einen Topf werfen. Einen hohen US-Absatz mit über 30% weist etwa der Schokoladenfabrikant Lindt & Sprüngli auf. Aber wir halten an der Position fest, da der Umsatz nach unserer Einschätzung nicht sehr stark leiden sollte.

Wenn Sie jetzt auf Qualitätstitel setzen – wie definieren Sie diese? Wir verwenden verschiedene Kriterien für Qualität. Im jetzigen Umfeld ist die Bilanzqualität am wichtigsten. Wir meiden Unternehmen, die eine hohe Verschuldung aufweisen oder bald in die Situation kommen könnten, neue Liquidität zu benötigen. Gesellschaften mit einer guten Bilanz haben einen Vorteil in einer Rezession: Sie können ihre Investitionen aufrechterhalten und haben Cash, nach Akquisitionen durchzuführen, um ihre Position zu stärken. Neben der Bilanzqualität ist die Marktführerschaft wichtig: Die Unternehmen müssen global in den Top drei in ihrer Nische rangieren. Sie müssen eine hohe Innovationskraft, eine klare Strategie und ein stabiles Management aufweisen.



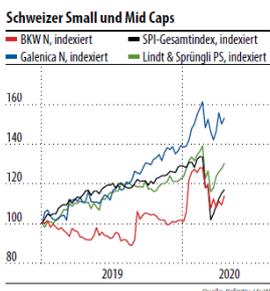
«Wir haben zu defensiven Titeln und Qualitätsunternehmen umgeschichtet.»

Welche Unternehmen bevorzugen Sie? Unter den SMI-Titeln übergewichten wir defensive Werte wie Roche, Nestlé, Swisscom und Lonza. Die präferierten Sektoren sind also Nahrungsmittel, Telecom und Pharma. Ausserhalb des SMI halten wir den Versorger BKW sowie Galenica, Lindt & Sprüngli, Orion und Emmi. Bei den Banken bevorzugen wir Cembra Money Bank, im Immobiliensektor PSP Swiss Property.

Könnte Cembra jetzt nicht unter höheren Ausfallraten auf Krediten leiden? Wir haben dieses Risiko mit dem Unternehmen angeschaut. Die Ausfallraten von Kleinkrediten werden steigen, aber das hat man im Griff. Die Bank ist auch nicht mehr nur auf Konsumkredite angewiesen. Eine Diversifikation bietet das Kreditkartengeschäft. Zwar dürfte das Kommissionsgeschäft in diesem Bereich leiden, aber momentan wird mehr online gekauft, und im Einzelhandel wird öfter bargeldlos mit Karte bezahlt – davon profitiert Cembra jetzt. Auch das Online-Kreditangebot sollte vorerst noch gut laufen.

Die Grossbanken meiden Sie? Wir sind in Grossbanken deutlich untergewichtet. Die Handelsaktivitäten waren im Januar und Februar anscheinend noch hoch, aber die Assets unter Management sind gesunken – und die bilden die wichtigste Ertragsbasis. Sie sind erst ab einer Eigenkapitalrendite von 10% wertschöpfend – das ist im jetzigen Umfeld illusorisch. Strategisch bleiben wir also untergewichtet. In einer Erholungsrally könnten sie vielleicht taktisch interessant werden.

Der Bärenmarkt scheint hinter uns – teilen Sie diese Meinung? Nein, die Gegenbewegung erscheint nicht nachhaltig – wir sehen das als eine Bärenrally. Der Dow Jones notierte zeitweise 30% unter dem Stand von Anfang Jahr. Davon hat er schon mehr als die Hälfte aufgeholt. Der schweizerische Aktienmarkt handelt nur noch etwa 10% unter Jahresanfang. Dabei wird das Umfeld weiterhin schwierig bleiben. Viel Produktivität und Wertschöpfung wurde schon ver-



nicht. Ein Rückgang von nur 10% reflektiert das nicht. Aber bei einem langfristigen Anlagehorizont von mehr als drei Jahren kann es jetzt schon sinnvolle Einstiegsopportunitäten geben. Immerhin gab es seit 1930 ja keine Fünfjahresperiode, mit der man mit Schweizer Aktien verlor hätte. Aber wenn man auf nur zwölf Monate investiert, wäre ich vorsichtig.

Sollte das aggressive Vorgehen der Notenbanken die Kurse nicht stützen? Die Zentralbanken hatten sicher die Absicht, dass Investoren Vertrauen fassen. Aber das ist nur ein erster Schritt und wird bei weitem nicht ausreichen. Wenn die Marktteilnehmer sehen, dass auf Unternehmensebene Gewinnwarnungen kommen und die Guidance nach unten revidiert wird, dann wird Ernüchterung einkehren. Dann wird die Geldpolitik auch nicht mehr helfen. Das haben wir noch nicht gesehen, weil die Unternehmen bisher keine Visibilität haben. Wir rechnen mit Kreditausfällen. Und das eine oder andere Unternehmen wird es schwieriger haben, an frisches Kapital zu kommen.

Was für einen weiteren wirtschaftlichen Verlauf erwarten Sie? Die Zukunftsaussichten sind sehr unsicher. Wenn man die Massnahmen zur Eindämmung der Pandemie ab Ende April lockern würde, dann könnte der wirtschaftliche Effekt kurz- bis mittelfristig beschränkt bleiben. Aber wenn sich die Massnahmen hinziehen, dann werden sie weitreichende wirtschaftliche Folgen haben. Die können kaum abgeschätzt werden. Wir denken jedoch schon weiter: Falls wir zumindest eine U-Form bei der Erholung mit einer langsamen Normalisierung beobachten, dann hätten wir schon Unternehmen im Hinterkopf, die wir aufbauen könnten.

Was für Titel wären das? Das sind zyklische Valoren, die eigentlich gut aufgestellt sind, aber bei denen man mit dem Kauf warten sollte. Ein Beispiel ist der Flughafen Zürich. Nach unseren Berechnungen wäre länger in einem Extremszenario der angebrachte Preis höher als der jetzige Kurs. Dabei haben wir angenommen, dass es bis Ende Jahr keine Flugbewegung mehr gibt, der Retailbereich einbricht und das Circle-Projekt dieses Jahr nicht umgesetzt wird. Andere interessante Titel wären bei einer Erholung auch Kühne + Nagel und Straumann, die unsere Qualitätskriterien erfüllen, bei denen wir aber mit einer Positionierung noch abwarten wollen.

«Wir haben zyklische Titel im Hinterkopf, die wir später kaufen könnten, etwa Flughafen Zürich.»

Wie steht es um die kleineren Werte? Die klein und mittelgross kapitalisierten Valoren – Small und Mid Caps – sollten sich besonders schnell erholen, wenn sich die Situation für die Weltwirtschaft verbessert. Wenn man auf eine Belebung setzen will, dann ist es sinnvoll, gut geführte Small und Mid Caps auszuwählen.

Manche Unternehmen wollen ihre Dividende nicht kürzen und verweisen auf Druck durch Investoren. Gehören Sie zu diesen Investoren? Nein. Unsere Meinung ist klar, dass wir auf Dividendenzahlungen kurzfristig verzichten können, wenn das Beste des Unternehmens ist. Die Priorität der Firmen sollte sein, dass sie weiterhin ihre Investitionen aufrechterhalten können. Auch in unserem Dividendenfonds ist nicht nur die aktuelle Ausschüttungsrendite entscheidend, sondern auch, dass sie nachhaltig gewährleistet ist.

INTERVIEW: ALEXANDER TRENTIN

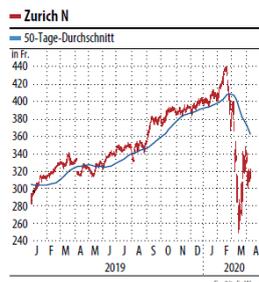
Markttechnik

Zurich Insurance und ABB

Vier Wochen nach dem markanten Tief lässt es sich wieder lockerer über die Marktaussichten diskutieren. Ob man von der Abwärtsbewegung überrascht wurde und sie rückblickend als temporäre Schwäche sieht oder ob man Wichtigeres hinter den Vorkommnissen erwartet: Die grosse Bewegung ist vorbei. Deshalb greift es zu kurz, darüber zu diskutieren. Die Zukunft kennt niemand. Was es braucht, sind echte Entscheidungshilfen, keine Rechthaber. Wichtig ist nun, dass sich ein Trend in viele Bestandteile zerlegen lässt. Damit verhält es sich wie mit allem, was aus besonderer Nähe betrachtet wird: Leicht verliert man den Überblick. Während der letzten vier Wochen hat die Aktie von Zurich fantastische Kursgewinne erzielt. In anderen Börsenphasen könnte man froh sein, eine solche Aufwärtsbewegung innerhalb eines Jahres bewirtschaften zu können.

Tiefere Kurse

Doch die Börsenphase hat sich schon im Dezember/Januar geändert, damals noch kaum wahrnehmbar. Für mich war und ist das der wichtigste Fakt. Ich erwarte von Zurich also nicht, dass sie sich wie im letzten Jahr verhalten. In diesem Kontext betrachtet scheint mir Zurich nicht mehr so interessant. Wenn ich gegenüber dem Kurs von vier Wochen viel höhere Kaufkurse akzeptiere, müsste ich einen Anhaltspunkt dafür erkennen, dass die Kurse monatelang und wenigstens nochmals im selben Umfang steigen. Diese Anhaltspunkte gibt es aber nicht. So viel Hektik wie im März kommt wohl nicht



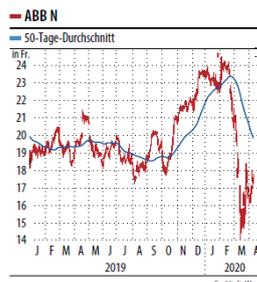
so bald wieder auf – aber etwas tiefere Kurse. Die Aufwärtsbewegung der letzten Wochen wurde von zu kurzfristigen Kräften getragen und hat vor allem Nachfrage bei momentumorientierten Investoren generiert. Die nächsten Wochen werden andere Investoren zurückbringen, und wahrscheinlich auch Kurse zwischen 290 und 300.

Keine Trends

Die Kursgrafiken von Zurich und ABB sehen ähnlich aus, weil beide nach einer finalen Überhöhung des alten Trends Ende des vierten Quartals 2019 eine neue Phase begonnen haben. Diese Phase dürfte keine eigentlichen Trends mehr hervorbringen, aber wichtige Bewegungen. Von daher scheint es mir wichtig, auch bei steigenden Kursen ein entsprechendes Grundverständnis zu behalten. Es geht definitiv nicht mehr um Trends, so wieso nicht um solche, wie man sie aus den Jahren 2016, 2017 und 2019 kennt.

Die Aktienmärkte sind in einer Korrektur. Aber im Unterschied zu den kleineren Korrekturen 2019 wurde diese nicht durch einen terminierten Tertiärtrend ausgelöst. Deshalb dauert alles auch viel länger und ist komplexer. Bei ABB kann ich mir im angebrochenen zweiten Quartal Notierungen zwischen 19 und 20 Fr. vorstellen, aber damit sind sie dann wahrscheinlich auch bald zu hoch. Buy and Hold ist bis auf weiteres also keine gute Strategie.

ROLAND VOGT [LinkedIn.com/in/rolavogt](https://www.linkedin.com/in/rolavogt)
Die Meinung des Autors muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.



Meinungen zur Börsenlage

Aktien langfristig

Institutionelle Investoren haben in den letzten Jahren massiv Positionen in illiquiden Anlageklassen aufgebaut. Der Anteil von Immobilien, Private Debt oder Private Equity in den Portfolios stösst an seine Grenzen. Ein grösseres Engagement in Aktien ist trotz Coronakrise und steigenden Risiken unumgänglich. Aktien bleiben langfristig die aussichtsreichste Anlageklasse, um eine attraktive Rendite zu erwirtschaften. Mit Konzepten wie dem Durchschnittskosteneffekt oder einer Reduzierung des Drawdown durch defensive Anlagestrategien in Qualitätsaktien, Low-Volatility-Aktien oder auch Wandelanleihen kann Risiken entgegengewirkt werden und lassen sich kurzfristige negative Marktentwicklungen begrenzen.

LAZARD ASSET MANAGEMENT

Sonova, Zimmer

Nach den durch das Coronavirus ausgelösten temporären Schocks werden wir an den Finanzmärkten keine Erholung in V-Form sehen. Dafür sind die Unsicherheiten zu gross. Allerdings glauben wir auch nicht, dass die Tiefst von März nochmals erreicht werden. Wir sind am Markt aktiv, wenn es zu weiteren Rückschlägen kommt. Bei der Beurteilung der Situation insgesamt ist auch in Betracht zu ziehen, dass die Wirtschaft nicht in einer perfekten, aber auch nicht in einer schlechten Verfassung war, als der Schlag kam. Es darf deshalb gehofft werden, dass die Nachfrage nach Real-

werten nach der Krise wieder anziehen wird, ohne dass wir nach der Geldschwemme Hyperinflation sehen werden. Das neue Geld wird schon bislang in Realwerte – Aktien, Immobilien – fliesen. In diesem Umfeld können in Schwächephasen Gesundheits- und Technologieaktien, die unter die Räder gekommen sind, gekauft werden. Stryker und Zimmer Biomet in den USA sowie Sonova und Straumann in der Schweiz sind kaufenswert.

VT WEALTH MANAGEMENT

Absichern

Das Fed macht keine halben Sachen. Nachdem die US-Notenbank angekündigt hat, Anleihen von «gefallenen Engeln» und High-Yield-ETF zu kaufen, ist nahezu jedes Segment des US-Fixed-Income-Markts mit Liquidität versorgt. Die Medizin verfehlt ihre Wirkung nicht. Am Anleihenmarkt ist die Volatilität (Move-Index) mehr als 50% gefallen. Der Vix-Index für den Aktienmarkt notiert zwar deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt, hat aber ebenfalls Federn gelassen. Geringere Volatilität macht Hedging-Strategien günstiger. Trotz Fed-Put sehen wir am Aktienmarkt angesichts deutlich schwächerer Unternehmensgewinne keine Einbahnstrasse nach oben. Nachdem zuletzt immer mehr Bären das Handtuch geworfen haben, ist auch aus Sentiment-Sicht Potenzial für Kursrückschläge vorhanden. Damit ist eine (Teil-)Absicherung des Portfolios sinnvoll, vorausgesetzt man wählt die richtige Optionsstrategie. KAISER PARTNER PRIVATBANK