



«Inflation ist ein Phänomen – sie ist lange unsichtbar, und plötzlich ist sie da», sagen Marc Strub, Silvan Betschart und Philipp Murer (v.l.) von Reichmuth.

DAS INTERVIEW

«Wir erwarten eine Blasenbildung an den Finanzmärkten»

Die Wachstumsschwäche der Weltwirtschaft ist überwunden, sind die Experten der Luzerner Privatbank Reichmuth überzeugt. Im Gespräch mit The Market erklären sie, weshalb sie auf

Schweizer Aktien setzen und warum Komax oder Fuchs Petrolub besser abschneiden dürften als andere Automobilzulieferer.

Gregor Mast

19.12.2019, 02.31 Uhr

Die Weltwirtschaft hat das Schlimmste überstanden. «Die Vorlaufindikatoren haben sich stabilisiert, und erstmals seit langem ist sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik expansiv», sagt Silvan Betschart im Gespräch mit The Market.

«Unser Hauptszenario bleibt eine Blasenbildung an den Finanzmärkten», sagt der Verantwortliche für den Bereich Asset Allocation bei der Privatbank Reichmuth. Dennoch steht nicht alles zum Besten. «Mittelfristig wird das Risiko einer Stagflation unterschätzt.» Reichmuth glaubt an eine anhaltende Finanzrepression, gefolgt von höherer Inflation, und zieht deshalb Sachwerte wie Aktien und Gold vor.

Attraktive Aktien findet der auf Schweizer Nebenwerte spezialisierte Fondsmanager Philipp Murer vor allem in zyklischen Segmenten. Er erklärt, warum Komax besser aufgestellt ist als Feintool und bei LafargeHolcim eher Kursgewinne und nicht höhere Dividenden locken.



Marc Strub, Silvan Betschart und Philipp Murer

Silvan Betschart verantwortet bei der Luzerner Privatbank Reichmuth den Bereich Asset Allocation und ist hauptverantwortlicher Analyst für Schweizer Aktien. Er hat an der Universität Zürich Betriebswirtschaftslehre studiert. Seine Karriere startete er im Herbst 2008 als Finanzanalyst bei Reichmuth. Philipp Murer leitet das Portfoliomanagement und ist hauptverantwortlich für die Strategiefonds sowie den Pilatus Fonds, der auf Schweizer Nebenwerte fokussiert. Der gelernte Bankfachmann ist seit mehr als achtzehn Jahre für Reichmuth tätig. Marc Strub ist verantwortlich für den auf Schweizer Dividendenaktien fokussierten Aktienfonds Dividendenselektion Schweiz. Er hat Finance & Banking studiert und arbeitet seit 2012 für Reichmuth.

«Bei den Banken halten wir einzig UBS», erklärt der Dividendenspezialist Marc Strub. Die Aktien hätten stark korrigiert, weshalb er die Position kürzlich deutlich erhöht hat. Auf die Frage nach der Dividendensicherheit sagt Betschart: «Natürlich schwankt der Gewinn von UBS stärker als der von Nestlé. Doch Nestlé hält jeder, während UBS kaum mehr in den Portfolios vertreten ist.»

Herr Betschart, lange sah es 2019 nach einer Rezession aus. Hat die Konjunktur das Größte überstanden?

Betschart: Ja. Die konjunkturellen Vorlaufindikatoren haben sich stabilisiert, und erstmals seit langem ist sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik expansiv. Das wirkt sich mit einer Zeitverzögerung von rund zwölf Monaten positiv auf das Wachstum aus. Die Erholung dürfte aber eher verhalten ausfallen.

Das heisst, das «Goldilocks»-Szenario aus moderatem Wachstum, niedriger Inflation und tiefen Zinsen dauert an?

Betschart: Die Zinsen haben angesichts des zyklischen Rückenwinds unterschossen. Die Rendite zehnjähriger U.S. Treasury Notes dürfte deshalb auf 2 bis 2,25% steigen. In Europa werden erste Stimmen laut, die den Nutzen von Negativzinsen hinterfragen. In der Eurozone ist ein Ausstieg aus dem Negativzinsregime Ende 2020 oder Mitte 2021 möglich.

Überschuldete Staaten wie Italien können kaum höhere Zinsen tragen.

Betschart: Machen Zinsen von Null statt -0,3% wirklich einen grossen Unterschied, auch für Italien? Rechnet man Ungleichgewichte wie die Fehlallokation von Kapital oder die Gefahr von Vermögenspreisblasen ein, spricht die Abwägung zwischen Kosten und Nutzen gegen Negativzinsen.

Dennoch würde die Geldpolitik durch die Abschaffung der Negativzinsen restriktiver. Wird das nicht zur Belastung?

Betschart: Die Geldpolitik wird zwar restriktiver, aber es gibt Möglichkeiten zum Gegensteuern. Die Fiskalpolitik dürfte wichtiger werden, auch wenn sich die Frage aufdrängt, ob man sich da nicht zu viel verspricht. Das Thema ist zwar in aller Munde, viel beschlossen wurde aber noch nicht, und Gegenwind kommt auch schon auf. Schweden geht übrigens mit gutem Beispiel voran und hebt die Negativzinsen voraussichtlich heute Donnerstag auf. Und das, obwohl Schweden wie die Schweiz stark industrialisiert und eng mit Europa verflochten ist. Das könnte ein Signal für andere Notenbanken sein.

Die hohe Verschuldung beunruhigt Sie also nicht?

Betschart: Doch, natürlich. Überschuldete Staaten mit eigener Notenpresse werden versuchen, die Schulden wegzuinflationieren, indem sie die Zinsen unter der Inflationsrate belassen und Finanzrepression betreiben. Gerade in den USA wird man alles geben, um die Inflation überschossen zu lassen – so wie in der Nachkriegszeit, als man die Zinskurve stabilisiert hat – am kurzen Ende bei 3/8%, am langen Ende bei 2,5%, während die Inflation im Schnitt 6% betrug. Die Inflation dürfte also anziehen.

Notenbanken sehnen sich schon lange nach höherer Inflation – bisher erfolglos.

Betschart: Inflation ist ein Phänomen – sie ist lange unsichtbar, und plötzlich ist sie da. Ein Auslöser kann der Vertrauensverlust in die Währung sein.

Murer: Viele europäische Unternehmen haben die Produktion wegen der niedrigen Kosten nach Osteuropa ausgelagert. Dort sind die Löhne kräftig gestiegen. Von Gesprächen mit Unternehmensführern hören wir, dass die Löhne für Fließbandarbeiter nun auch in den USA anziehen, weil sich die Firmen die Mitarbeiter gegenseitig abjagen. Diese Entwicklung hat noch kaum jemand auf dem Radar.

Schwaches Wachstum, höhere Inflation – droht eine Stagflation?

Betschart: Unser Hauptszenario bleibt eine Blasenbildung an den Finanzmärkten. Mittelfristig wird das Risiko einer Stagflation aber unterschätzt. Wie bei den Zinsen findet sich derzeit kaum jemand, der höhere Inflation erwartet. Die Trendwende ist dann oft nicht weit.

Was heisst das für die Asset Allocation?

Betschart: Wir halten 5% in Gold und fahren ein Übergewicht von 5% in Aktien – die Aktienquote in einem ausgewogenen Portfolio beträgt derzeit 45% bei einem neutralen Gewicht von 40%. Der Fokus liegt auf globalen Marktführern. Das sind Aktien von Qualitätsunternehmen mit dominanter Marktstellung und solider Bilanz. Strategisch ist die Schweiz über- und die USA stark untergewichtet.

Obwohl viele dieser Qualitätsunternehmen aus den USA stammen?

Betschart: Im Technologiebereich ist Europa schwach vertreten, aber Qualität heisst nicht zwingend defensiv. BASF ist für uns Qualität, obwohl Chemie zyklisch ist. Doch über den Zyklus wächst BASF.

Das heisst, Sie ziehen die Bewertung in die Aktienselektion mit ein?

Betschart: Wir sind von Haus aus stark bewertungsorientiert. Man muss zwischen Bewertungs- und Gewinnschwankungsrisiken abwägen. Derzeit verstecken sich viele Anleger in defensiven Unternehmen wie Nestlé oder in Wachstumswerten wie Microsoft. Nur können solche Aktien sogar bei anhaltendem Wachstum korrigieren, wenn die hohen Erwartungen enttäuscht werden – dies einfach, weil sie teuer sind.

Sie sprechen es an – viele defensive Qualitätsaktien sind teuer. Wie gehen Sie damit um?

Strub: Vor dem Zinsentscheid der Schweizerischen Nationalbank im September wurden Titel wie Nestlé hochbezahlt, weil die Angst vor einer Verschärfung der Negativzinsen herrschte. Seither schwächeln defensive Titel, was Anlegern vor Augen geführt hat, dass man auch mit sogenannten sicheren Werten Geld verlieren kann. Im Dividendenfonds sind wir in Nestlé deutlich untergewichtet.

Worauf achten Sie bei der Titelauswahl?

Strub: Es sind drei Kriterien. Die Dividendenrendite entscheidet, ob es ein Titel überhaupt in die Auswahl schafft. Zweitens ist uns wichtig, dass die Firma die Dividende stetig erhöht hat, und drittens zählt die Ausschüttungssicherheit, also die Frage, ob die Dividende operativ erwirtschaftet wird. Das grösste Übergewicht fahren wir derzeit bei Cembra, wo das Kreditkartengeschäft für Wachstum sorgt. Weil der Titel stark gestiegen ist, werden wir aber eher abbauen müssen.

Wie stehen Sie zu anderen Finanzwerten?

Strub: Finanzhäuser sind gute Dividendenzahler, der Fokus liegt aber weniger bei den Banken, sondern auf Versicherern wie Zurich, SwissRe oder Helvetia. Bei den Banken halten wir einzig UBS.

Es gibt kaum ein Segment, das weniger beliebt ist als die Grossbanken.

Strub: UBS hat kräftig korrigiert, die Rendite ist hoch. Wir haben die Position erst kürzlich deutlich erhöht.

Ist die UBS-Dividende auch sicher?

Betschart: Natürlich schwankt der Gewinn von UBS stärker als der von Nestlé. Doch Nestlé hält jeder, während UBS kaum mehr in den Portfolios vertreten ist. Die Position ist aber nicht riesig – der Finanzsektor macht insgesamt nur rund 15% unseres Dividendenfonds aus.

Murer: In unserem Pilatus-Nebenwertefonds fokussieren wir auf Wachstumsaktien. Deshalb spielen Finanzwerte keine Rolle. Immerhin: Einen Titel haben wir auf der Watchlist, er ist uns aber noch etwas zu teuer.

Handelt es sich dabei um Partners Group?

Murer: Nein, um VZ Holding, die über ein starkes Geschäftsmodell verfügt. Ist ein Kunde auf der Plattform, nimmt er immer mehr Produkte und Dienstleistungen in Anspruch. Das generiert Gebühren. Zudem ist die Bilanz sauber.

Warum kaufen Sie nicht?

Betschart: Die Aktien ist relativ sportlich bewertet. Zudem ist der Erfolg von den verwalteten Vermögen abhängig – wenn die Börsen schlingern, schlägt das auf den Gewinn durch.

Was halten Sie von LafargeHolcim? Die Aktie bietet eine Dividendenrendite von fast 4%.

Strub: LafargeHolcim haben wir eben aufgestockt. Der Zementkonzern ist gut geführt und in einem attraktiven Segment tätig.

Murer: Das Unternehmen schüttet 1,2 Mrd. Fr. aus. Der freie Cashflow beträgt rund 2 Mrd. Fr. Dennoch glaube ich nicht, dass CEO Jan Jenisch aus LafargeHolcim einen Dividentitel machen und die Ausschüttung jährlich erhöhen wird. Er wird eher versuchen, bei LafargeHolcim das Sika-Modell einzuführen. Er wird den freien Cashflow also für kleinere Akquisitionen verwenden. Kursgewinne sind deshalb wahrscheinlicher als höhere Dividenden.

Betschart: LafargeHolcim profitiert zudem von höheren Infrastrukturausgaben, sofern solche denn gesprochen werden.

Der Automobilsektor kam dieses Jahr arg unter die Räder. Sehen Sie da Gelegenheiten?

Betschart: Wir mögen Unternehmen, die mittelfristig unabhängig von der technologischen Entwicklung des Autosektors profitieren werden. Dazu zählt der deutsche Schmiermittelhersteller Fuchs Petrolub. Elektroautos brauchen mehr spezialisierte Schmiermittel als klassische Fahrzeuge, die Nachfrage wird also nicht wegbrechen. Der Markt ist zwar fragmentiert, Fuchs ist aber einer der grössten unabhängigen Player.

Murer: In Deutschland hängen 2 Millionen Jobs an der Autoindustrie. Eine Intervention des Staates ist deshalb wahrscheinlich – so wie die Abwrackprämie während der Finanzkrise. Das spricht für eine zyklische Erholung des Sektors.

Sehen Sie bei den Schweizer Autozulieferern Chancen?

Murer: Man muss zwischen den Geschäftsmodellen unterscheiden. Komax funktioniert anders als Autoneum oder Feintool. Der nächste Schritt in der Autoindustrie wird der Hybridmotor sein. Das wäre die beste aller Welten für die Zulieferer, weil sowohl der klassische Verbrennungs- als auch der Elektromotor enthalten ist. Komax ist dabei sehr gut aufgestellt, das Auto der Zukunft braucht mehr Sensoren und mehr Kabelverbindungen, sogenannte Crimp-Kontakte. Ein grosser BMW hat bis 8 Kilometer Kabel im Auto.

Betschart: Komax liefert grossteils an Kabelbaumhersteller. Diese können Projekte zwar verzögern, irgendwann müssen sie aber wegen der stetigen Weiterentwicklung investieren.

Murer: Statt mit den Maschinen von Komax können die Crimp-Kontakte von Hand angebracht werden. Weil die Kontakte immer zahlreicher und kleiner werden, kommt es unweigerlich zu Qualitätsproblemen. Zudem stehen die Fabriken der Kabelbaumhersteller in Mexiko oder Osteuropa. Dort ist der Lohndruck höher, und die Löhne machen den grössten Teil der Kosten aus.

Betschart: Komax erzielt zudem attraktive Kapitalrenditen – auch dank der oligopolistischen Marktstruktur, die den Preisdruck mindert. Komax und Schleuniger, die Teil der Metall Zug Gruppe ist, teilen knapp die Hälfte des Marktes unter sich auf.

Was spricht gegen Feintool?

Murer: Wenn alles rund läuft, kann Feintool eine Marge von 8% erwirtschaften – viel mehr liegt nicht drin, weil die Kunden nicht mehr bezahlen. Das ist nicht wie beispielsweise bei SFS, die bei Kundenprojekten von Anfang an dabei ist. Es dauerte fünf Jahre, bis die elektronische Bremse, die SFS mitentwickelt hat, im Alfa Romeo Stelvio zur Anwendung kam. Diese enge Zusammenarbeit glättet die zyklischen Schwankungen und ist ein grosser Vorteil gegenüber reinen Zulieferern.

Betschart: Das Geschäft von Feintool ist sehr kapitalintensiv. Da wird es schwierig, über den Zyklus die Kapitalkosten zu verdienen.

Murer: Zudem muss Feintool 100% der vom Kunden bestellten Kapazität zur Verfügung stellen. Ob 70 oder 80% abgerufen werden, entscheidet der Kunde. Was mit den restlichen 20 bis 30% passiert, ist das Problem von Feintool.

Warum fehlt Ems-Chemie in Ihrem Portfolio?

Murer: Im Pilatus-Nebenwertefonds sind Titel mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 5 Mrd. Fr. vertreten – deshalb fehlen Namen wie Ems, Sika, Schindler oder Vifor Pharma. SMI-Titel werden von vielen institutionellen Kunden passiv abgebildet.

Gefreut haben dürfte Sie die Restrukturierung von Conzzeta, eine Ihrer grössten Positionen.

Murer: Inzwischen ist es die grösste. Die Aussicht auf eine Portfoliobereinigung war der Hauptgrund für die Investition in Conzzeta. Mit der Abspaltung von Mammut haben wir gerechnet, weil der Outdoor-Bekleidungshersteller in den USA und Asien wachsen muss, was allein nicht zu schaffen ist. Auch den Verkauf von Schmid Rhyner – mit 60 Mio. Umsatz eine sehr kleine Sparte – haben wir erwartet. Überrascht hat uns die Trennung vom Schaumstoffgeschäft.

Übrig bleibt einzig das Blechverarbeitungsgeschäft von Bystronic.

Murer: Das ist ein tolles Geschäft, die Sparte trägt mit einem Umsatzanteil von 60% rund 90% zum Betriebsgewinn von Conzzeta bei. Bystronic wird eine gute Firma sein, wenn auch etwas volatil als das Konglomerat. Wir fragen uns höchstens, was Conzzeta-CEO Michael Willome nun macht. Alex Waser dürfte CEO von Bystronic bleiben wollen.

Diese Situation beunruhigt Sie nicht?

Murer: Herr Willome kam mit dem Auftrag zu Conzzeta, das Portfolio zu bereinigen. Diesen hat er bald erledigt. Er wird sich indes kaum auf den Lorbeeren ausruhen. Alex Waser braucht irgendwann einen Nachfolger, und falls das nicht klappt, wird sich Herr Willome eine andere Herausforderung suchen. Sein Leistungsausweis ist hervorragend, und es gibt noch genug Konglomerate, die entschlackt werden sollten.

Doch die Kursfantasie ist bei Conzzeta verflogen?

Murer: Der Konglomeratsabschlag ist weg, nun bewerten die Analysten den Titel mit der «Sum of the Parts»-Methode. Daraus resultiert ein Kursziel von 1500 Fr. – der Aktienkurs liegt heute auf 1100 Fr. Entscheidend ist, zu welchen Preisen die Geschäftsteile verkauft werden können und was mit den 300 Mio. Fr. Cash auf der Bilanz passiert.

Unter den zehn grössten Positionen in Ihren Fonds finden sich Bucher und Dätwyler, bei denen ebenfalls über die Abspaltung von Geschäftsteilen diskutiert wird. Ist das der Grund für diese Positionen?

Betschart: Bei Dätwyler ist die Abspaltung des Technical-Components-Geschäfts Teil der These. Dessen Turnaround ist schwierig, der Verkauf – vielleicht sogar zu Null Franken – würde Kurspotenzial freisetzen. Sealing Solutions ist ein tolles Geschäft, das für sich allein zu einem höheren Multiple handeln würde.

Auswahl an attraktiven Aktien

Auswahl an Global Leaders	Attraktive Dividendenaktien ¹	Die Top 10 im Pilatus-Fonds ²
Alphabet	UBS (6,1)	Bossard
Diageo	Zurich Insurance (5)	SFS
Fanuc	Cembra Money Bank (3,6)	Conzzeta
Medtronic	Roche (3)	Georg Fischer
Orsted	LafargeHolcim (3,8)	Dätwyler
Royal Dutch Shell	Flughafen Zürich (4,1)	Rieter
Samsung Electronics	Stadler Rail (2,5)	Interroll
Sony	Inficon (2,9)	Bucher
Tencent	Swatch Group (3,2)	Forbo
Visa	Zug Estates (1,6)	Bobst

¹ Dividendenrendite in Klammern (in %)

² per November 2019

Quelle: Reichmuth

Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.