

# «Ein stärkerer Rücksetzer an der Börse ist möglich»

**MITTWOCHSINTERVIEW** Dominik Müller, Finanzanalyst bei Rahn+Bodmer, sieht Potenzial bei Health-Care- und Medtech-Titeln. Vom Einstieg in Industriektien rät er ab.

Herr Müller, vergangenes Jahr haben der Handelskonflikt zwischen den USA und China sowie Ängste vor einer Zinserhöhung in den USA die Jahresendrally an den Aktienmärkten verhindert. Ist in diesem Jahr alles anders?

Die Ausgangslage unterscheidet sich tatsächlich. Das Fed hat entgegen den Erwartungen die Zinsen seither zwei Mal gesenkt. Eine weitere Lockerung der Geldpolitik ist möglich. Auch in Europa und Japan sinken die Zinsen. Anleger wissen also: Es wird alles getan, um die Wirtschaft zu stützen. Das könnte weiterhin zu positiven Kursentwicklungen führen. Auch wenn es mit Blick auf die Fundamentaldaten keinen Grund gibt, auf eine Jahresendrally zu spekulieren. Schon gar nicht bei den heutigen Bewertungsniveaus.

**Das schreit nach Zurückhaltung.**

Es ist durchaus denkbar, dass wir im SMI einen Bewertungsrückgang um 5 bis 10% sehen. Das wäre mittelfristig aber eher eine Möglichkeit, Positionen wieder aufzubauen. Mehr als zwei Dutzend Notenbanken stemmen sich derzeit mit ihrer Zinspolitik gegen eine drohende Rezession. Und ich gehe nicht davon aus, dass der Wind dreht.

**Wie lange geht das gut?**

Das ist die grosse Frage. Meines Erachtens ist die aktuelle Geldpolitik verfehlt. Seit zehn Jahren versuchen die Notenbanken, die Inflation anzutreiben – und scheitern dabei kläglich. Die Realrenditen sind in vielen Märkten negativ, Sparer werden faktisch enteignet, Staatsschulden von den Notenbanken gekauft. Immerhin hat die Schweizerische Nationalbank mit ihrem Nullzinsentscheid ein kleines Zeichen gegen die ausufernde expansive Geldpolitik gesetzt.

**Wie beurteilen Sie das Sentiment am Schweizer Aktienmarkt?**

Die Erwartungen der Anleger und der Analysten sind rückläufig, dafür sorgen die Unternehmen mit ihrer vorsichtigen Guidance. Zwar kratzt der SMI immer wieder an der 10000-Punkte-Marke, ein kurzfristig stärkerer Rücksetzer ist aber möglich. Zumal vom dritten Quartal nicht viel zu erwarten ist.

**Das ist leicht untertrieben. Die Gewinnwarnungen bei den Zyklischen häufen sich.**

Betrachtet man den MSCI World, liegen die Gewinnwachstumsraten für zyklische Titel für 2019 irgendwo zwischen -15 und -10%. Defensive Werte liegen zwischen 0 und 15%. Das zeigt sehr schön, was Analysten in den Bereichen erwarten. Mit defensiven Werten ist zwar auch kein Blumentopf zu gewinnen, sie empfehlen sich aber als Absicherung.

**Sie beobachten unter anderem den Energiesektor. Bieten sich da interessante Einstiegsmöglichkeiten?**

Wir sehen im Energiesektor teils massive Renditedifferenzen, die sich nutzen lassen. Öl und Gas haben wir deshalb übergewichtet. Die geopolitischen Spannungen könnten den Ölpreis kurzfristig sogar beflügeln.

**Empfehlen sich einzelne Serviceunternehmen wie Halliburton oder Schlumberger?**

Da rate ich zur Vorsicht. Die grossen Öl- und Gasunternehmen halten sich derzeit mit Investitionen zurück. Zumal sie Onshore-Projekte momentan günstig entwickeln können und die gesamte Förderung extrem effizient geworden ist. Für Schlumberger und Konsorten bedeutet das, dass sie frühestens Mitte 2020 wieder mit mehr Aufträgen rechnen können. Wir setzen deshalb auf integrierte Öl- und Gasunternehmen, die neben dem Raffineriegeschäft auch Tankstellen betreiben und in der petrochemischen Industrie tätig sind.

**Shell und Total also?**

Beide sind wegen ihrer Bewertung interessant. Shell und Total profitieren verstärkt vom Wechsel von Kohle zu Gas, da sie ihr



«Im Energiesektor sehen wir teils massive Renditedifferenzen.»

Geschäft entsprechend ausgerichtet haben und mit der Gasproduktion stark wachsen. Zudem investieren sie in die Stromproduktion und versuchen damit, sich dem längerfristigen Trend zur Elektromobilität anzupassen. Gas wird zumindest in Europa auf lange Sicht kein Wachstumsmarkt sein.

*«Die Erwartungen der Anleger und der Analysten sind rückläufig, dafür sorgen die Unternehmen mit ihrer vorsichtigen Guidance.»*

**Deutliche Schwächezeichen zeigt der Industriesektor. Der Einkaufsmanagerindex hat sich zuletzt zwar gefangen, doch der Abwärtstrend scheint ungebrochen. Kein gutes Umfeld für Investoren.**

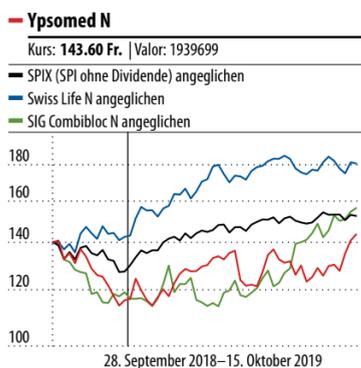
Das stimmt. Allerdings empfehlen wir diverse Titel zum Halten, beispielsweise die Valoren von Schindler, die durch ihre Diversifikation weg vom Lift- und Rolltreppegeschäft positiv auffällt. Auch ihr verstärkter Fokus auf die Sparte Zugangssysteme dürfte sich bezahlt machen, zudem holt Schindler in China auf. Georg Fischer sind ebenfalls interessant. Das Unternehmen ist sehr gut aufgestellt. Besonders im Bereich Machining Solutions sind die Aussichten langfristig intakt. Geberit empfehlen sich ebenfalls zum Halten, auch wenn sie nach wie vor kein Schnäppchen sind.

**Kein einziges «Strong Buy»?**

Nicht im Industriesektor, nein.

**Wie steht es mit der Fracht- und Logistikbranche?**

Das Sentiment ist in der Branche nicht besonders gut. Am besten schneidet da noch Kühne + Nagel ab. Der Logistiker konsolidiert den Markt, hat eine top Logistikplattform und fokussiert auf die gewinnbringenden Frachtrouten. Natürlich ist auch die Bruttomarge von Kühne + Nagel unter



Druck, daran dürfte sich in absehbarer Zeit auch wenig ändern. Aber das Unternehmen ist operativ gut aufgestellt und kann so trotzdem eine ansprechende Umsatzrendite vorweisen. Zu mehr als einem Halten reicht es aber nicht.

**Wo sind Sie derzeit übergewichtet?**

Uns gefallen die Bereiche Health Care und Medtech mit Fokus auf kleine Unternehmen. Ypsomed ist so ein Kaufkandidat. Bei Straumann glauben wir an eine Fortsetzung der Erfolgsstory. Der Dentalspezialist ist in starken Wachstumsmärkten wie dem Markt mit transparenten Alignern positioniert, wir erwarten für die nächsten Jahre zweistellige Wachstumsraten. Auch Siegfried hat weiterhin grosses Potenzial.

**Roche und Novartis lassen Sie links liegen?**

Nein, wir mögen Roche und Novartis. Ein klarer Kauf sind sie aber nicht. Novartis bröckelt etwas. Trotz starker Pipeline bekommt sie ab 2022 ein Problem mit dem Ablauf von Patenten im Bereich Small Molecules, wo die Konkurrenz mit Generika bereitsteht. Roche arbeitet mehr mit grossen Wirkstoffmolekülen, die komplexer sind. Entsprechend brauchen Biosimilars länger, um den Markt umzugraben, und weisen dabei geringere Preisabschläge auf. Roche hat daher kurzfristig das Potenzial, positiv zu überraschen.

**Mit dem Fokus auf Health Care und Medtech stehen Sie nicht allein da. Ist der Markt derzeit so fantasios?**

Natürlich kann man in Barry Callebaut und Nestlé investieren. Damit macht man nichts falsch. Auch Finanztitel sind eine Option, obwohl wir von Bankwerten wenig halten. Besser gefallen uns die Versicherer Swiss Life und Swiss Re. Vor allem Swiss Life bieten sich an. Ihre Dividendenrendite ist überaus attraktiv.

**Das Problem mit gut laufenden Titeln ist das extrem hohe Bewertungsniveau. Das riecht stark nach Preisblase.**

Das Problem mit den hohen Bewertungen haben wir tatsächlich überall. Egal, welche Märkte wir anschauen, die Preise sind in der Regel eine Standardabweichung über dem langfristigen Mittelwert. Spezifische Blasenbildung in Einzeltiteln sehen wir aber vor allem bei gewissen Börsenneulingen. Beispielsweise beim Fleischersatzproduzenten Beyond Meat. Die Story ist zwar spannend. Aber das Zwanzigfache eines geschätzten Umsatzes zu bezahlen, ist dann doch übertrieben.

**Machen es die Schweizer Börsenneulinge besser?**

Stadler Rail ist moderat gestartet, was uns gefällt. Auch SIG Combibloc überzeugt. Beide haben wir in unserem Portfolio.

**Welche Instrumente empfehlen Sie zur Diversifikation?**

Es ist nie falsch, einen Teil des Portfolios auf Obligationen auszurichten. Unternehmensanleihen mit Triple-B-Rating oder besser sind eine gute Ergänzung. Grössere Risiken würden wir derzeit nicht empfehlen. Auch weil die Renditedifferenz bei Anleihen unter Triple-B-Rating kleiner geworden ist und sich das Zusatzrisiko damit nicht lohnt.

**Die Unze Gold notiert derzeit um die Marke von 1500 \$. Ein guter Zeitpunkt, um Goldpositionen abzubauen?**

Die Grenzkosten der Goldförderung zeigen wieder nach oben und liegen derzeit über 1300 \$ pro Unze. Langfristig wird der Preis im Bereich der Grenzkosten oder darüber liegen. Beim Gold treibt ein steigender Preis immer auch die Nachfrage der spekulativen Investoren. Gold-ETF verzeichnen daher einen Rekordumsatz. Ein Überschreiten des Goldpreises gegen 1800 pro Unze ist deshalb kurzfristig immer mal möglich. Beim jetzt erreichten Niveau ist aber Vorsicht angebracht.

INTERVIEW: STEFAN KRÄHENBÜHL

## Markttechnik

### Komax und Temenos

Soll man Komax jetzt kaufen? Mitte August fiel das offenbar vielen Investoren schwer. Bei ähnlich grosser Nachfrage wie vor einem Jahr wäre der Kurs nie so haltlos gefallen. Es schien, als gäbe es keinen einzigen Kaufgrund mehr.

Der Dilemmata sind viele. Erneut ist das Kaufen schwierig, denn wer kauft schon gerne 30% über dem Preis von vor neun Wochen? Zudem ist die Aktie überkauft, womit das offensichtliche Risiko einer Korrektur einhergeht. Kaufen ist also nie leicht, ausser in einer Situation wie im Herbst 2018.

Der Aufwärtstrend der Börsen seit Februar 2016 ist in einem Stadium, in dem ich keine Entscheidung zu einer Einzelaktie fälle ohne Blick auf die Indizes. Sie verraten mir, was ich von den einzelnen Aktiensegmenten und dem Stock Picking erwarten kann. Bei solchen Überlegungen spielen Aktien wie Komax, die sich in einer verzwickten Situation befinden, eine wichtige Rolle.

### Taktisch hochinteressant

In der Kursgrafik lassen sich tatsächlich Negativargumente finden. Die Abwärtstrendlinie ist intakt. Auch der Blick auf die breite Widerstandszone zwischen 210 und 220 Fr. verlangt niemandem grosses Know-how ab. Bei Kursen darüber verschwinden diese Unannehmlichkeiten jedoch schnell.

Komax ist eine eher markteng Aktie. Steigen die Börsen weiter, was ich erwarte, dann werden typischerweise bald Aktien gesucht, die als Performance-Booster dienen können. Komax scheinen mir deshalb aus taktischen Gründen hochinteressant.



Irgendwann einmal hat jeder Trend seinen Zenit erreicht – und sei es auch nur, wie im Fall von Temenos, ein Teiltrend. Die Anfang des Jahres gestartete Aufwärtsbewegung ging im Juni zu Ende, das hat sich geklärt. Anders verhält es sich mit der nachfolgenden Kursentwicklung. Würde sich erweisen, dass dies keine Konsolidierung und kein Anfang eines neuen Niedergangs ist, dann könnte daraus eine positive Perspektive abgeleitet werden. Die Aufwärtsbewegung der ersten Jahreshälfte wäre dann lediglich ein Segment eines noch viel grösseren, längeren Trends.

### Positiver Ausblick

Tatsächlich: Der Kursverlauf der vergangenen drei Monate ist für eine Konsolidierungsphase ziemlich typisch. Meine Erwartungen für den Mehrmonatsbereich sind deshalb positiv. Allerdings gibt es noch ein paar Dinge, die trotz dieser Perspektive zwischenzeitlich geschehen könnten.

So ist ungewiss, wann die Korrektur tatsächlich zu Ende geht. Im ungünstigsten Fall hält sie noch einige Wochen an. Denkbar ist auch, dass der absolute Tiefpunkt der Korrekturphase noch nicht durchschritten wurde. Beim negativsten Szenario geschieht das erst in den kommenden Wochen und bringt vorübergehend Notierungen um 150 Fr. Auch wenn dies noch ungewiss ist, ist es dennoch möglich, mit dem vorhandenen Wissen eine Strategie zu entwickeln. **ROLAND VOGT** Twitter @rovogt

Die Meinung des Autors muss nicht mit jener der Redaktion übereinstimmen.



## Meinungen zur Börsenlage

### Britisches Pfund

Einmal mehr werden die Schlagzeilen derzeit von Brexit-Nachrichten dominiert. Und während die Wahrscheinlichkeit für einen EU-Austritt Grossbritanniens ohne «Deal» zuletzt weiter gesunken ist, hat das britische Pfund seit Mitte August gegenüber dem Franken in der Spitze bereits 8% zugelegt. Aus Bewertungssicht ist die Währung nach wie vor eher günstig. Doch ob das aus dieser Perspektive vorhandene Potenzial schon bald ausgeschöpft werden kann, ist aus unserer Sicht sehr fraglich. Eher dürfte auch mittelfristig eine erhöhte Risikoprämie bestehen bleiben. Denn auch im Falle einer Einigung mit der EU dürfte die britische Wirtschaft bestenfalls mit einem blauen Auge davonkommen. Spätestens bei einem Kurs von 1.30 Fr./£ erwarten wir erneute Abgabedruck. **RAIFFEISEN SCHWEIZ**

### Schwellenländer

Asien beheimatet nicht nur knapp zwei Drittel der Weltbevölkerung, sondern bis 2020 auch rund die Hälfte der globalen Mittelschicht. Dennoch machen die Schwellenländer Asiens derzeit weniger als ein Viertel der gesamten Weltwirtschaft aus. Dementsprechend wird diesem Markt ein ausserordentliches Potenzial prognostiziert. In diesen Ländern entsteht ein breit aufgestellter Konsum- und Investitionsgütersektor. Damit sind sie weniger abhängig von Rohstoffexporten und deren Preisschwankungen. Handelsspannungen

in der Region können zwar kurzfristige Risiken darstellen, diese werden aber von den guten strategischen Bedingungen überwogen. Gleichzeitig verringert sich die Einkommenslücke im Vergleich zu westlichen Ländern immer mehr, womit die Ausgaben steigen. Damit besteht langfristig das Potenzial einer besseren Entwicklung der Aktienmarktrenditen für die Schwellenländer Asiens gegenüber dem globalen Aktienmarkt. **ROTHSCHILD WEALTH MANAGEMENT**

### Einzelaktien

Uns scheint, dass die Konjunkturverlangsamung in den aktuellen Kursen zu wenig gespiegelt wird. Die Hoffnung auf ein gutes Ende des Handelsabkommens China-USA ist gross. Wir rechnen damit, dass die Unternehmenszahlen vom dritten Quartal nur wenig von den Schätzungen abweichen werden. Vor dem Hintergrund einer vorsichtigen Haltung der Investoren glauben wir daher nicht an einen Einbruch der Aktienkurse. Bisher waren die Sektoren Nahrungsmittel und Pharma die Zugpferde, obwohl deren Bewertungen schon recht hoch sind. Zyklische Firmen sind dafür in Vergessenheit geraten und handeln unter historischen Mittelwerten. Luxusaktien haben trotz der Unruhen in Hongkong wenig gelitten. Uns gefallen Schneider Electric, Vinci, Linde und Royal Dutch. Risikofähigere Anleger können RWE oder Alfa Laval in Betracht ziehen. **NÜNLIST INVESTMENT MANAGEMENT**