

Üppigere Shoppingtour

Die Europäische Zentralbank schnürt rechtzeitig zu Weihnachten ein weiteres Päckchen.

Die Währungshüter der Europäischen Zentralbank (EZB) haben geliefert und die Erwartungen der Marktteilnehmer erfüllt. Die Dosis der geldpolitischen Medizin wird erhöht. Bereits an der letzten Sitzung im Oktober hatten sie eine Kalibrierung der geldpolitischen Instrumente auf Basis der neuen Projektionen für Wachstum und Inflation angekündigt. Insofern lieferte die Ratssitzung am Donnerstag keine grosse Überraschung.

Während die Leitzinsen unangetastet bleiben, wird die Zentralbank das enorme Gewicht ihrer Bilanz noch mehr ausspielen und die Zinsstrukturkurve implizit mit aller Macht kontrollieren. Die Anleihenkäufe im Rahmen des Pandemieprogramms PEPP werden um 500 Mrd. € auf insgesamt 1,85 Bio. € aufgestockt und um mindestens neun Monate bis Ende März 2022 verlängert.

Die Wiederanlage von Tilgungsbeträgen der im Rahmen des PEPP erworbenen Wertpapiere wird bei Fälligkeit mindestens bis Ende 2023 verlängert. Zudem werden die Nettokäufe im Rahmen des «alten» Anleihenkaufprogramms (APP) in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd. € fortgesetzt. Das APP geht 2021 bereits in das siebte Jahr.

Kreditvergabe fördern

Schliesslich werden die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO) nachjustiert. Den Geschäftsbanken werden zudem drei neue TLTRO angeboten, sodass sie sich bis Mitte 2022 Geld bei der Zentralbank für bis zu -1% leihen können. Diese Massnahmen sollen die Liquiditätsversorgung und die Kreditvergabe weiterhin am Laufen halten. Die flache Zinskurve erschwert den Banken das traditionelle Einlagen- und Kreditgeschäft. Zudem dürften sie künftig mit einer steigenden Zahl von neuliehenden Krediten konfrontiert sein.

EZB-Präsidentin Christine Lagarde betonte einmal mehr, dass die Instrumente flexibel an den Konjunkturverlauf angepasst werden könnten. Die genannten Beträge im Rahmen des PEPP müssten nicht notgedrungen ausgereizt werden. Der weitere Pandemieerlauf stelle nach wie vor einen grossen Unsicherheitsfaktor dar.

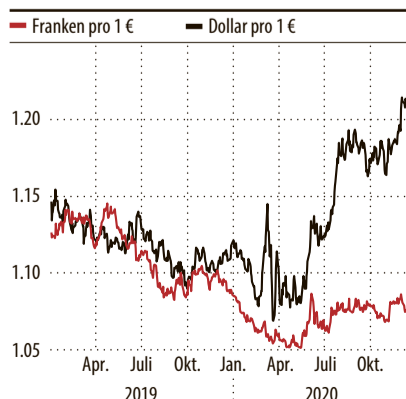
Euroaufwertung im Fokus

Die Währungshüter stellten auch die aktualisierten Prognosen zu Wachstum und Inflation bis zum Jahr 2023 vor. Die Wachstumserwartungen für 2021 wurden genauso wie der Pfad der Inflationsentwicklung nach unten revidiert. Allerdings nach einer Aufwärtsrevision des BIP-Wachstums im laufenden Jahr von -8 auf -7,3%.

Gemäss hauseigener Prognose wird die EZB ihr Inflationsziel selbst in der langen Frist nicht erreichen. Gerade mal 1,4% soll die Teuerung im Jahr 2023 ausmachen. Lagarde betonte auf Nachfrage, dass man die Entwicklung des Euros genau im Auge behalten werde. Die Aufwertung auf handelsgewichteter Basis und besonders gegenüber dem Dollar (vgl. Grafik) dämpft den Inflationsdruck zusätzlich. Die EZB verfolgt ihr Teuerungsziel seit vielen Jahren.

Die Finanzmärkte zeigten sich nur kurz beeindruckt von den Ankündigungen der EZB. Die Brexit-Gespräche und die Einigung zum EU-Budget überlagerten den Entscheid der Zentralbank. **SW**

Euro mit viel Aufwind



«Keine Angst vor teuren Aktien»

Christophe Bernard, Gründer von ValuAnalysis, zu Bewertungskennzahlen, langfristigen Trends und bevorzugten Märkten.

Während seiner Laufbahn als Anlagechef habe er gelernt, demütig zu sein, sagt Christophe Bernard. Es gebe viele Einflüsse, die sich nicht prognostizieren liessen. Der frühere Vontobel-CIO hat sich darauf spezialisiert, die seiner Ansicht nach vom Markt unterschätzten Aktien zu finden. Denn der traditionelle Value-Ansatz greife oft zu kurz.

Herr Bernard, die Börsen haben sich nach dem Rekordsprung im November beruhigt. Wie geht es weiter?

Die Märkte haben von zwei Entwicklungen profitiert. Einerseits ist es die Geldpolitik, andererseits die Hoffnung, dass wir 2021 zur Normalität zurückkehren. Mit den Neuigkeiten zu den Impfstoffen ist diese Erwartung nachvollziehbar. Aber das allein wird nicht genügen.

Was braucht es noch?

Es braucht die Kombination mit der Fiskalpolitik und den Stimuluspaketen aus den USA und Europa. Sie sind äusserst wichtig, und eine weitere Verschiebung stellt kurzfristig ein gewisses Risiko für die Börsen dar.

«Bei der Digitalisierung stehen wir erst am Anfang. Da ist noch ein enormes Potenzial vorhanden.»

Was erwarten Sie 2021 von den Börsen?

Prognosen erwecken immer viel Aufmerksamkeit. Wir wissen aber auch, was sie wert sind. Wenn ich etwas in meiner Laufbahn als Anlagechef gelernt habe, dann ist es Demut. Vieles ist passiert, was man nicht voraussehen konnte – wie dieses Jahr. Viel wichtiger, als den Markt zu timen, ist, dass es langfristige Themen gibt, die für Anleger zentral sind, unabhängig von kurzfristigen Marktbewegungen.

Wie zum Beispiel die Digitalisierung.

Das wird für lange Zeit ein zentrales Thema bleiben. Wir werden wohl bei den Halbjahreszahlen 2021 bei vielen Technologiekonzernen eine Verlangsamung des Wachstums sehen. Es ist gut möglich, dass in der Zwischenzeit Titel aus anderen Branchen mehr Potenzial bieten. Strategisch ist es sinnvoll, im Tech-Sektor dabei zubleiben. Gemäss übereinstimmenden Aussagen von Microsoft und Accenture sind wir erst bei 20 bis 25% der Cloud-Migration, die die Digitalisierung massgeblich vorantreibt. Da gibt es enormes Potenzial, etwa in der weiteren Entwicklung der Halbleiter, der künstlichen Intelligenz oder dem 5G-Mobilfunknetz.

Der grösste Teil der Tech-Aktien ist an der US-Börse kotiert. Werden die amerikanischen Indizes weiterhin dominieren?

Derzeit konsolidieren einige Tech-Titel, das ist angesichts der rasanten Entwicklung nur gesund. Es erlaubt den Valoren in Regionen und Branchen, die stärker unter Covid-19 gelitten hatten, sich zu erholen. Japan und Europa etwa, oder den Bankaktien. Aber mittel- und langfristig zeigt unsere Analyse, dass drei Märkte auch zukünftig strukturell besonders gute Renditechancen bieten.

Welche?

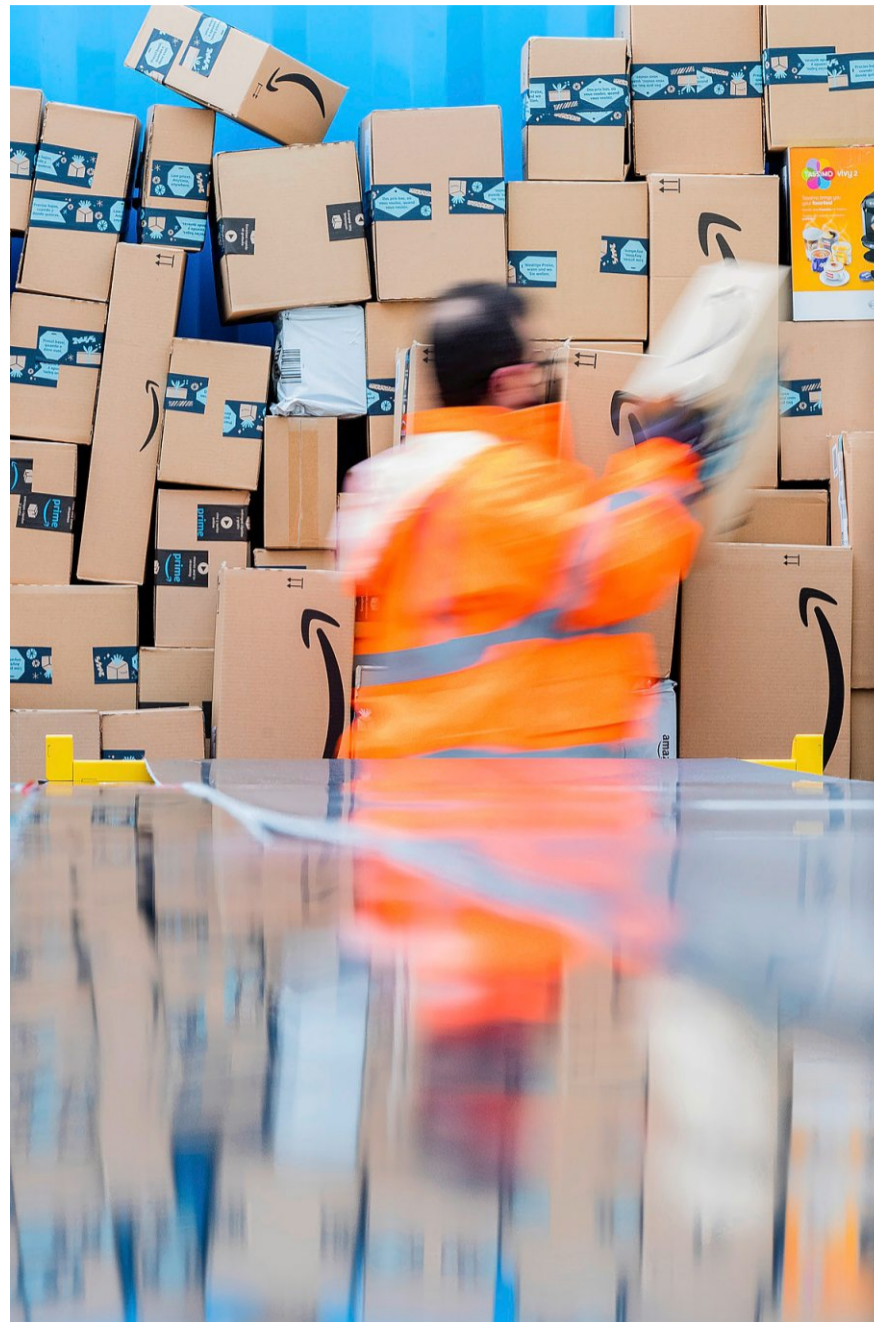
Die USA, die Schweiz und Schweden.

Weshalb gerade diese drei?

Wer in den vergangenen dreissig Jahren in diesen Märkten investiert war, hatte auf die am besten performenden Länder gesetzt. Ausschlaggebend für die relative Stärke sind die Innovationskraft und die Rahmenbedingungen, insbesondere die konstruktive Aktionärskultur, die diese Länder bieten. Solange sie sich nicht ändern, dürfte sich die überdurchschnittliche Rendite fortsetzen.

Wie sieht das perfekte Portfolio aus?

Wer global diversifiziert sein will, dem genügt ein Portfolio, das zu zwei Dritteln aus amerikanischen und zu einem Drittel aus Schweizer Aktien besteht. Hinzufügen kann man Perlen wie LVMH oder den Chipmaschinenhersteller ASML.



«Wer Angst vor hohen Bewertungen hat, wäre nie in Amazon eingestiegen.»

Werden wir eine Wiederentdeckung der Value-Aktien sehen?

Die Frage, der oft wenig Beachtung geschenkt wird, lautet: Wie wird Value definiert? Meistens nimmt man gewisse Kennzahlen wie das Kurs-Gewinn- oder das Kurs-Buchwert-Verhältnis, filtert die tiefsten Werte innerhalb eines Index heraus und bezeichnet dies als Value-Titel.

«Der Wert eines Unternehmens besteht nicht nur aus dem Substanzwert, sondern umfasst viel mehr.»

Nicht jeder Titel, der niedrige Kennzahlen aufweist, erfüllt tatsächlich das Kriterium einer unterbewertten Aktie.

Das ist richtig. Aber der Fokus auf einige wenige Kennzahlen hilft dem Anleger nicht bei der Entscheidung, ob er in diese Aktie investieren soll.

Zumindest ist es ein Indiz.

Aber die Kennzahlen sind nur ein Teil der Wahrheit. Der Buchwert in der Bilanz betrifft ausschliesslich materielle Vermögenswerte. Nehmen wir das Beispiel Coca-Cola: Aus unserer Sicht ist es zwingend,



Zur Person

In der Schweiz ist Christophe Bernard (55) vor allem aus seiner Zeit bei der Bank Vontobel bekannt. Zwischen 2012 und 2018 amtierte er als Anlagechef der Privatbank. Zuvor hatte der Franzose in der gleichen Funktion bei Union Bancaire Privée (UBP) gearbeitet. **Nach seinem Abgang bei Vontobel gehörte er zu den Mitgründern der Londoner Investmentboutique ValuAnalysis, die sich auf eine eigene Art der Bewertung von Aktien spezialisiert hat.** Ihr Ansatz ist, dass der traditionelle Value-Ansatz hauptsächlich den Substanzwert berücksichtigt, zusätzliche Werttreiber aber ausser Acht lässt.

Unsere Beobachtung zeigt, dass Marktteilnehmer die Fähigkeit von Unternehmen unterschätzen, ihren Wettbewerbsvorteil zu verteidigen.

Kennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis KGV sind für Anleger elementar. Ist ein Unternehmen über eine längere Zeit hoch bewertet, gilt es für Investoren als teuer.

Ein Beispiel, warum das nicht immer funktioniert: Vor fünfzehn Jahren mussten Anleger für ein Unternehmen, das den Umsatz jährlich um etwa 5 bis 6% steigerte und einen überproportionalen Gewinnzuwachs erzielte, ein KGV von 20 bezahlen. Heute liegt dieser Wert für dasselbe Unternehmen bei 30 oder 40. Angesichts der fallenden Zinsen ist das logisch. Wird mit einem tieferen Zins diskontiert, errechnet sich ein höherer Wert. Diesem Umstand wird mit veralteten Anlageschemata ungenügend Rechnung getragen.

«Die Erwartungen an den Prüfkonzern SGS sind moderat, doch die Aussichten sind äusserst gut.»

Sie sagen also, dass die Angst vor hohen Bewertungen ungerechtfertigt ist?

Manchmal ist sie übertrieben. Das sieht man an Aktien, die stets hoch bewertet sind. Beispiel Amazon: Wer Angst vor hohen Bewertungen hat, ist nie in diesen Titel eingestiegen, zu Unrecht. Auch hier zeigen sich die Grenzen von klassischen Bewertungskennzahlen. Der Markt unterschätzt die Möglichkeiten solcher Unternehmen. Amazon hat Milliarden von Dollar in den Aufbau eines Logistiknetzes investiert. Das erlaubt ihr nun, wie mit der Online-Apotheke, in neue Geschäftsfelder vorzustossen.

Bereits bei der Dotcom Bubble wurde argumentiert, dass klassische Bewertungszahlen ausgedient hätten. Wenig später platzte die Blase.

Das lässt sich nicht mit heute vergleichen. Damals war die Nutzung von digitalen Innovationen schwieriger abschätzbar als heute. Die aktuellen Strossrichtungen im digitalen und im technologischen Bereich sind viel weniger umstritten.

Was raten Sie Anlegern?

Sie sollten Unternehmen, die schnell wachsen und hoch bewertet sind, unvoreingenommen analysieren. Entscheidend bei Werten wie dem Elektromobilbauer Tesla oder dem Chipentwickler Nvidia ist, wie viel am Jahresende in der Kasse übrig bleibt, um die expansive Strategie zu finanzieren. Das ist nicht der ausgewiesene Gewinn, sondern der freie Cashflow.

Wo sehen Sie die interessantesten Aktien dieser Welt?

Der Zementhersteller LafargeHolcim bietet gute Chancen. Als die Aktie Ende Oktober bei 40 Fr. notierte, war dies nach unseren Berechnungen sogar unter dem Wiederbeschaffungswert. CEO Jan Jenisch leistet hervorragende Arbeit, und die Aussichten stehen gut, dass die Firma schon 2020 die Kapitalkosten nachhaltig verdient. Gelingt es ihr, die ökonomische Rendite weiter zu steigern, liegen auch deutlich höhere Kurse drin. Ein weiterer Kandidat ist der Prüfkonzern SGS. Die Erwartungen an das Unternehmen sind moderat, aber die Aussichten im Bereich Testen und Zertifizieren sind mit den zunehmenden Nachhaltigkeitsbestrebungen äusserst gut. Im Bereich Medtech liegen auch für den Hörgerätehersteller Sonova höhere Notierungen drin.

Und ausserhalb der Schweiz?

Im Bereich der Digitalisierung ist Accenture für uns eine Kernposition. Die Bewertung ist nicht günstig, aber sie ist gerechtfertigt. Das Geschäft des Beratungsunternehmens läuft wie eine Schweizer Uhr, es ist extrem stabil. In Dollar gerechnet dürften über die nächsten Jahre gut zweistellige Renditen jährlich machbar sein.

INTERVIEW: PASCAL MEISSER, London