

Baryon



Liebe Leserinnen und Leser

Ich lag falsch!

Letztes Jahr um diese Zeit stellte ich fest, dass die meisten Kommentatoren sich über die Zukunftsaussichten gemässigt gaben und ich zog damals den Schluss, dass es dann um die Welt gar nicht so schlecht bestellt sein könne.

Es kam alles ganz anders. Ich hatte nämlich übersehen, dass sich die Politik langsam aber sicher begann zu verselbständigen und auf der ganzen Welt immer mehr Selbstdarsteller versuchen, in einem egomanischen Wahn, der Welt ihre Botschaft zu vermitteln. Früher wurden solche Feststellungen weggelächelt, weil man damit nur Personen adressieren konnte, die in fernen Ländern herrschten. Heute muss man feststellen, dass wir selbst in reifen Demokratien Regierungen haben, die nicht mehr dem Volk bzw. dem Wähler verpflichtet sind, sondern abgehoben nur noch den eigenen ideologischen Interessen und dem Machterhalt dienen. Dies führt dazu, dass sich Teile des Volkes und somit Einzelne von der Politik nicht mehr vertreten fühlen, der gesellschaftspolitische Konsens zwischen den unterschiedlichen Fraktionen sich auflöst und nicht mehr das Interesse des Einzelnen für das Gesamte im Vordergrund steht, sondern der Individualist mit all seinen Ausprägungen und Facetten.

Ich denke, dass man in den nächsten Jahren dieser Entwicklung kaum Einhalt gebieten kann, weil es uns allen viel zu gut geht und unser Klagen über die Probleme in der Schweiz mittlerweile im internationalen Verhältnis nur noch Luxusprobleme sind. Daraus ausbrechen und nicht schutzlos in die nächste Krise hineinschlittern werden diejenigen, die schon heute bereit sind, Eigenverantwortung zu tragen und dem Grundsatz der Aufklärung huldigen: cogito, ergo sum! An die Macht des Wortes glaubend und der eigenen unternehmerischen Verantwortung folgend bin ich für die Zukunft auch nicht pessimistisch, sondern fokussiert auf die gestalterische Schaffenskraft, die im Kleinen das verfolgt, was die Politik nicht mehr zustande bringt. Wir alle können durch unsere Schaffenskraft Vorbild für andere sein und dadurch eine glaubwürdige gesellschaftspolitische Klammer setzen, die ausgleichend, fordernd und fördernd zugleich wirkt.

2019 werden wir turbulente Zeiten erleben. Die Ruhe bewahrend werden wir aber mit sicherer Hand und Werte schöpfend durch diese Zeiten navigieren und unsere langfristigen Ziele verfolgen. Ich freue mich auf diese Herausforderungen, nehme sie an und weiss, dass wir diese gemeinsam meistern werden. Auf ein ereignisreiches Jahr!

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

INHALT

- Editorial
 - Navigation durch unruhige Gewässer
 - Die Anlagestrategie im 1. Quartal 2019
-

NAVIGATION DURCH UNRUHIGE GEWÄSSER

Daniel Waldmeier, Partner

Das zurückliegende Jahr war für die Anleger eine Herausforderung. Die Volatilität ist zurück im Markt. In diesen schwierigen Börsenzeiten müssen Anleger auf der Hut sein, den eingeschlagenen Kurs zu halten bzw. das definierte Anlageziel konsequent zu verfolgen. Dazu gehören mutige und oft unbequeme Anlageentscheide in Zeiten grosser Unsicherheit.

Die starken Kursbewegungen bei den Aktien haben wieder einmal deutlich aufgezeigt, wie stark die Erwartungshaltung der Anleger die Preisbildung beeinflusst und wie weit sich dadurch die Kurse von den fundamentalen Werten entfernen können.

Zu Beginn des Jahres 2018 herrschte noch Euphorie über das synchrone Wachstum der Weltwirtschaft, den positiven Beitrag der US-Steuersenkungen und die noch relativ tiefen Zinsen. Einzelne Indikatoren (Bitcoins, Kunst) zeigten aber bereits auf, dass sich die Märkte partiell in einem Modus der Übertreibung befanden (siehe Newsletter Januar 2018).

Der forsche Zinserhöhungspfad in den USA (aufgrund starker Wirtschaftszahlen), überraschend schwache Wirtschaftsindikatoren für Europa und Asien, die internationale Handelskrise und die offenkundige Führungslosigkeit in Europa haben im Laufe des vergangenen Jahres zu einem Wechsel in der Erwartungshaltung der Anleger geführt.

Übertreibungsphasen dauern oft länger als erwartet. Einzelne Indikatoren sind in diesen Phasen offenkundig zu hoch, wie z.B. das Kurs/Gewinn-Verhältnis im historischen Vergleich oder das Verhältnis des Firmenwertes zum Umsatz oder zum EBITDA. Dennoch steigen die Werte oft weiter, weil der Herdentrieb der Anleger (geschürt durch entsprechende Medien- und Analystenberichte) dazu führt, dass wider jeglicher Logik höhere Preise zusätzliche Nachfrage generieren. Im Übrigen gilt das Gleiche auch mit umgekehrten Vorzeichen in gegenläufigen Börsenphasen.

Der erfolgreiche Anleger behält dabei die Titel, trotz Überbewertung noch eine Zeit lang und verkauft sie erst kurz bevor «die Musik aufhört zu spielen». Beides braucht Mut. Gefährlich wird es, wenn man sich mit den Positionen im Portfolio (zu) gut fühlt, weil man das hat, über das jeder spricht. Die besten Resultate erzielt man in der Regel, wenn

man ein mulmiges Gefühl in der Magengegend verspürt, weil man gegen den Strom schwimmt, ständig auf der Hut ist und sich für verschiedene Manöver bereithält.

Das vergangene Jahr stellte die Anleger nach einer längeren Aufwärtsphase wieder ernsthaft auf die Probe. Die Übertreibungsphase nach oben dauerte bis Januar. Die Übertreibungsphase nach unten begann im Oktober. Einzelne Titel haben dabei von ihren Höchstständen über 60% verloren, oft ohne nennenswerte Erwartungsänderungen der Unternehmen betreffend ihren Geschäftsgang und den Aussichten. Das sind die Fakten und sie liegen in der Vergangenheit. Wichtig ist die Zukunft. Generell stellen wir fest, dass mit der aktuellen Bewertung eine milde Rezession in Europa und Asien für 2019 sowie ein schwächeres Wachstum in den USA vorweggenommen wird. Trifft dieses Szenario tatsächlich ein, sind die Kurse noch nicht auf dem Tiefpunkt bzw. ist die Übertreibungsphase nach unten noch nicht vollständig ausgereizt.

Wichtig als Gradmesser in diesem Umfeld sind die Bewertungsmaassstäbe bzw. die Kriterien anhand deren die Anlageentscheide abgeleitet werden. Wir verwenden dabei langjährige Erfahrungswerte, die unabhängig der Börsenphasen berücksichtigt werden.

Unterbewertet erachten wir (Faustregel, vorbehaltlich weiterer Abklärungen):

- Industrieunternehmen, die an der Börse mit weniger als ihrem Umsatz bewertet sind, eine EBIT Marge von über 8% (im Durchschnitt über den Zyklus) aufweisen und einen positiven freien Geldfluss generieren.
- Banken, die unter ihrem Buchwert notieren.
- Biotechunternehmen, die Produkte in der fortgeschrittenen Phase III oder sogar im Markt haben

und mit weniger als 3x der erwarteten Peak-Umsätze der Produkte bewertet sind.

- Hightech-Unternehmen, die positive freie Geldflüsse generieren und einen Unternehmenswert im Verhältnis zum Umsatz aufweisen, der tiefer ist als ein Drittel der über die nächsten drei Jahre erwarteten Umsatzwachstumsrate.

Entsprechend überbewertet erachten wir Unternehmen mit Werten, die deutlich (je nach Kennzahl um ein Mehrfaches) über den genannten Kriterien liegen.

Leider sind solche Kriterien alleine nicht ausreichend, um den optimalen Zeitpunkt für Anlageentscheide zu bestimmen. Neben zusätzlichen unternehmensspezifischen Faktoren und Indikatoren für die Wirtschaftslage und -entwicklung spielen auch die Nachrichtenlage und deren Färbung eine Rolle. Dabei gilt besonderes Augenmerk den Reaktionen der Kurse auf bestimmte Informationen, weil sie den Sättigungsgrad aufzeigen bzw. – in der oben verwendeten Bildsprache – ob die Musik noch spielt bzw. allmählich leiser spielt. Das Bauchgefühl bzw. die langjährige Erfahrung führen dann schlussendlich zur Entscheidung.

Wir sind der Auffassung, dass wir uns in einer längeren Phase des technologischen und gesellschaftlichen Wandels befinden. Eine Phase in der, im Vergleich mit der Vergangenheit, überdurchschnittlich hohe Veränderungen in Bezug auf Innovation und Grad der Auswirkung auf unser tägliches Leben stattfinden. Diese Entwicklung ist geprägt von innovativen Unternehmen in den unterschiedlichsten Bereichen. Um die Chancen dieser Unternehmen auch für Anlagen im Portfolio nutzen zu können, müssen sie Eingang in das Anlageuniversum finden. Gängige Bewertungskriterien (v.a. gewinnbasierte) sind dafür wenig geeignet. Wir verwenden deshalb zusätzlich umsatz- und geldflussbasierte Ansätze. Wichtig ist dabei, klare Grenzen zu definieren und eine hohe Qualität und angemessene Diversifikation der Anlagen über verschiedene Anlagethemen aufrecht zu halten.

Wir beurteilen das Anlageumfeld über verschiedene Zeiträume. Neben dem Tagesgeschäft und dem kurz- bis mittelfristigen Zeitfenster (jeweils auf der letzten Seite des Newsletters) beurteilen wir die langfristigen Trends und die daraus abgeleiteten

Chancen und Risiken und formulieren die Massnahmen für die Anlagestrategie.

Wir gehen davon aus, dass die Weltwirtschaft in der zweiten Hälfte 2019 zurück auf den Wachstumspfad findet. Vereinzelt drücken bereits einzelne positive Zeichen durch. Die Indikatoren (PMI) zeigen aktuell aber noch keine Besserung auf. Die Befürchtungen einer deutlichen Rezession (mehr als zwei negative Quartale hintereinander) erachten wir als übertrieben. Die Zinsen werden in den USA zukünftig langsamer ansteigen und stärker an die Entwicklung der Wirtschaft gekoppelt werden. In Europa werden Zinserhöhungen frühestens im Jahr 2020 im Umfeld einer robusteren Wirtschaftslage Thema werden. Die USA wird die «Price-Matching»-Strategie bei den Strafzöllen mit China und Europa weiterführen – schlussendlich aber eine Einigung suchen, die die gegenseitige Abschaffung jeglicher Zölle zum Ziel hat. Das Zeitfenster ist aber schwierig einzugrenzen. In China werden zusätzliche staatliche Stimulierungen zu einem diktierten Wachstum in der gewohnten 6%-Gegend führen und die vorübergehende Abschwächung aufgrund der Strafzölle abfedern bzw. kompensieren. Die geopolitische Situation wird sich verschlechtern. Die USA werden ihren Supermacht-Status vehement verteidigen, was insbesondere Spannungen mit China, Russland und dem Nahen Osten mit sich bringt. Europa wird tatenlos zusehen müssen, wie Russland sich über den Einfluss in der Ukraine auszubreiten versucht. Der Umgang mit Chancen, Unsicherheit und Gefahren sind bzw. bleiben das tägliche Brot für Investoren. Alternativen zu Aktienanlagen sind rar und zwingen die Anleger innerhalb des Aktiensegments investiert zu bleiben. Die langfristigen übergeordneten Trends «Bevölkerungswachstum», «Steigender Wohlstand» und «Technologischer Wandel», welche wir als roten Faden für die Auswahl der Anlagen verfolgen, werden weiterhin dominant sein und für die in den entsprechenden Sektoren innovativsten Unternehmen ein Wachstum über dem (bzw. losgelöst vom) durchschnittlichen GDP generieren, was die Grundlage für steigende Unternehmenswerte legt. Der Produktivitätsfortschritt durch die Digitalisierung wird den negativen Effekt der Demografie überkompensieren.

DIE ANLAGESTRATEGIE IM 1. QUARTAL 2019

Deutschland und die Schweiz haben im 3. Quartal 2018 erstmals seit langem wieder ein negatives Wachstum verzeichnet. Die Befürchtungen einer wirtschaftlichen Abschwächung über mehr als zwei Quartale im 2019 erachten wir als übertrieben. Nach den starken Kursrückgängen sind viele Aktienwerte unterbewertet. Die Aussichten für 2019 sind gut, weil die Anlegerstimmung – im Gegensatz zu vor einem Jahr – bereits deutlich negativ geprägt ist. Aktien bleiben unsere bevorzugte Anlageklasse.

Wirtschaftliches Umfeld

Die Konjunktur in den USA läuft immer noch gut. Das erreichte Zinsniveau ist nahe der wachstumsneutralen Zone. Nach einer leichten Abflachung im 4. Quartal 2018, die sich auch ins 1. Quartal 2019 hinziehen dürfte, erwarten wir eine Rückkehr auf den Wachstumskurs. In Europa fehlen aktuell noch genügend positive Signale, was uns vorsichtig stimmt. In China werden die Auswirkungen des Handelsstreits aufgrund vorgezogener Aktivitäten im 4. Quartal 2018 und im 1. Quartal 2019 zu einer schwachen Entwicklung führen, die zu neuen kompensierenden Stimulierungsmassnahmen der Regierung motivieren wird.

Aktienmärkte

Die Bewertung der Aktienmärkte hat mittlerweile Niveaus erreicht, die als unterbewertet taxiert werden können. Die Marktteilnehmer sind skeptisch und die in den Kursen reflektierten Erwartungen deuten auf eine Rezession hin. Wir erachten dieses Szenario als übertrieben. Die Dynamik in den USA ist immer noch stark genug, die Zinsen bleiben länger tief als noch vor kurzer Zeit erwartet und der tiefe EUR bringt komparative Vorteile. Eine Entspannung der Handelsstreitigkeiten und allgemein tiefe Anlagequoten in Aktien können zu starken Aufwärtsbewegungen führen. Antizyklisch erachten wir die stark gebeutelten Industriewerte in Europa, insbesondere in der Schweiz, als attraktiv.

Viele der von uns favorisierten Titel (vor allem im Segment der Nebenwerte) sind mit einem Börsenwert unterhalb des Umsatzes bewertet. Wir sind uns bewusst, dass die geopolitischen Unsicherheiten und die Handelsstreitigkeiten jederzeit zu weiteren Verwerfungen – auch hinsichtlich der Wirtschaftsentwicklung – führen können. Wir halten deshalb an einer ausgewogenen Diversifikation von verschiedenen Sektoren und Anlagethemen fest. In diesem Sinne setzen wir neben Industrie-, Technologie- und Biotechwerten auch auf defensive Unternehmen aus dem Nahrungsmittel- und Pharmasegment. Eine hohe Dividendenrendite, eine einwandfreie Bilanz und nachhaltige Geschäftsmodelle sind zusätzliche Kriterien, die wir für ein ausgewogenes Risikoprofil der Titelselektion in den Portfolios berücksichtigen.

Anleihen

Das Zinsumfeld ist etwas entspannt aber immer noch unattraktiv. Wir konzentrieren uns auf variabel verzinsliche Anlagen sowie kurzlaufende USD-Anleihen.

Währungen

Der USD ist auf dem derzeitigen Niveau gut bewertet. Wir sehen Erholungspotenzial für den EUR gegenüber CHF bei Eintreten der erwarteten Wirtschaftserholung.

Daniel Waldmeier, Partner

Baryon AG

Weisses Schloss, General Guisan-Quai 36, CH-8002 Zürich

Telefon +41 44 206 20 50, Telefax +41 44 201 90 89

baryon@baryon.com, www.baryon.com