

## MÄRKTE IM BLICK

## Die Wirtschaft verlässt das Krankenbett

*Die Konjunktur entwickelt sich erfreulich – reicht das, um die Aktienkurse noch höher steigen zu lassen?*



Ein Kurseinbruch wie 2008 (im Bild) zeichnet sich derzeit nicht ab.

KEYSTONE

WERNER GRUNDLEHNER

Der Patient ist genesen. Die Wirtschaft strotzt vor Zuversicht. In der Schweiz liegt der Einkaufsmanagerindex, der die Industriekonjunktur abbildet, auf einem Allzeithoch, und die Einzelhandelsumsätze liegen um mehr als 10% über dem Niveau vor der Pandemie. Auch im übrigen Europa erholt sich die Ökonomie, die Schwergewichte USA und China sind noch weiter.

Doch die Anleger mögen nicht jublieren, denn die Aktien notieren nach einem jahrelangen Anstieg – mit kurzfristigen hohen Rückschlägen – auf Rekordniveau und zeigen stolze Bewertungen. Zudem droht wegen starker Nachfrage und teilweise noch blockierter Lieferketten das Inflationsgespenst. Bei Lebensmitteln, Erdöl und anderen Rohstoffen wie Bauholz hat die Teuerung bereits eingesetzt. Der Swiss-Market-Index (SMI) hat jedoch seit Ende

Mai annähernd 4% zugelegt und notierte in der Berichtswoche auf Rekordniveau.

### Verlagerung an der Börse

«Das derzeitige Niveau der Aktienmärkte ist durch die markante Verbesserung der Gewinnaussichten der Unternehmen und die äusserst entgegenkommende Geldpolitik der Zentralbanken gerechtfertigt», sagt Fernando Martins da Silva, Chefstrategie der Banque Cantonale Vaudoise (BCV). Wenn sich das Wachstum nach dem Sommer wieder auf normalere Werte zurückbilde, werde ein solch hohes Niveau jedoch schwieriger zu erklären sein.

Bezüglich Normalisierung wird die Inflationsentwicklung in den USA entscheidend sein. Fällt sie wieder auf rund 2%, kann die Federal Reserve die Geldpolitik allmählich normalisieren und auf Ende Jahr eine Reduzierung des Anleihekaufprogramms ankündigen. Bleibt die US-Inflation hingegen hoch,

hält es der BCV-Strategie für möglich, dass selbst beruhigende Aussagen der US-Notenbank die Märkte nicht mehr überzeugen werden.

«An der Börse ist die Verlagerung von Pandemie-Gewinnern zu Unternehmen, die entweder stark unter dem Lockdown gelitten haben oder generell von einer verbesserten Konjunktur profitieren, in vollem Gang», sagt Otto Waser, Partner der R&A Group. Ein Grund dafür sei, dass die USA bezüglich Impfortschritt und Öffnung der Wirtschaft einige Monate vor Kontinentaleuropa liegen und sich die Börsentrends, auch am Schweizer Markt, meist an den Vorgaben aus den USA orientieren. Eine gewisse Skepsis herrscht gemäss Waser bei den Anlegern etwa im Bereich Luftverkehr. Man fragt sich, ob sich dieser absehbar wieder auf dem Niveau vor der Pandemie bewegen wird. In diesem Segment ortet der Strategie noch Potenzial.

«Mit Blick auf den Sommer sehe ich Vorteile für die Substanztitel – insbe-

sondere solche mit Preissetzungsmacht», sagt Manuel Ferreira, Chef Anlagestrategie der ZKB. Die Inflation werde zwar ein temporäres Phänomen sein, sie bleibe aber über die kommenden Monate erhöht und alimentiere die Zinserwartungen der Marktteilnehmer. Das bedeutet Gegenwind für die Wachstumswerte. Weil in den anderen grossen Märkten wie China und USA die typischen Spätzyklusdiskussionen über Themen wie Inflation, geldpolitische Straffung und Reduktion der Stimuli bereits angefangen haben, traut die ZKB Europa und somit den zyklischen Value-Werten eine Phase der Outperformance zu.

«Unsere Analysen zeigen, dass die Bewertung von Wachstumstiteln weniger von den Renditen der Staatsanleihen als von der Risikoprämie, d. h. dem Renditeaufschlag, den Aktienanleger zusätzlich zur Rendite von Staatsanleihen zur Diskontierung künftiger Cashflows verwenden, abhängen», sagt Waser. Diese Risikoprämie werde primär davon bestimmt, wie viele Unternehmen ein solides hohes Wachstum vorweisen können. Je tiefer das globale Wirtschaftswachstum ist, desto weniger Unternehmen erfüllen dieses Kriterium und umso stärker bleiben die wenigen Titel von den Anlegern gesucht.

Die Experten sehen kaum ein Warnsignal darin, dass die Aktienmärkte kurz nach dem ersten Abklingen der Pandemie bereits Höchststände erklommen haben. Die Rekorde können gemäss Ferreira zwar zu kurzfristigen Bewertungskorrekturen führen, sie sind aber nicht per se der Treiber für eine Baisse. Grundsätzlich könne die Stimmung in Richtung Baisse kippen, wenn eine Rezession in Sicht sei, bei einem erneuten Ausbruch der Pandemie oder wenn die Notenbanken die Wirtschaft mit Leitzinserhöhungen bremsen müssten. Letzteres sei der Fall, wenn das Preisniveau steige, während die Wirtschaft sich deutlich abkühle – so wie in der Stagflation der siebziger Jahre. «Eine

gute Börsenstimmung kann lange anhalten, sie ist eigentlich sogar die Regel, das wird oft unterschätzt», ergänzt Waser.

Punktuelle Lieferengpässe können aber das Wachstum in gewissen Branchen bremsen bzw. deren Kosten bei anhaltend hoher Nachfrage steigen lassen. «Dies sehen wir in der Automobilindustrie, wo die Halbleiter fehlen, oder in der Baubranche, wo nicht nur Holz deutlich teurer geworden ist», sagt Ferreira. Wer Preiserhöhungen an Konsumenten weitergeben könne, wie zum Beispiel Unternehmen, die für den täglichen Bedarf produzieren (nichtzyklischer Konsum), kann seine Gewinnmargen mindestens aufrechterhalten. Wer für preissensitive Segmente produziert, muss dagegen mit niedrigeren Margen rechnen. Aber richtig ausgebremst im Sinne von «Verlangsamung» wird bei der gegenwärtigen Erholung gemäss ZKB-Strategie eigentlich keine Branche.

## Inflation ist ein flüchtiger Gast

Die Inflation sei ein gut dokumentierter Risikofaktor für die Börsen, sagt Waser. Aufgrund der enormen Stimulus-Programme in den USA sei dort die Nachfrage in einigen Bereichen der Wirtschaft derzeit so hoch, dass Angebotsengpässe entstanden seien und die Preise angehoben würden. Ein ähnliches Phänomen ist in Europa kaum feststellbar. «Mittelfristig sehe ich keine wesentlich andere Inflationsentwicklung als in den letzten drei Jahrzehnten», sagt Waser. Die Inflationstreiber Rohstoffe und Lieferengpässe werden nach Meinung des ZKB-Strategen im Rahmen der wirtschaftlichen Öffnung wieder abnehmen.

Was bedeutet dies nun konkret für die Aktienstrategie? Die ZKB bevorzugt global weiterhin konjunktursensitive Sektoren wie Grundstoffe und Industrierwerte. Neu dazugestossen sind Sektoren, die sich in der Aktienmarkterholung weit unterdurchschnittlich entwickelt haben, wie Immobilien und

nichtzyklischer Konsum. Am Schweizer Markt spielen gemäss Ferreira aufgrund seiner geringen Grösse unternehmensspezifische Aspekte eine wichtigere Rolle als auf Weltebene.

Das heisst, obwohl das fundamentale Bild auch in der Schweiz für eine ähnliche Sektorenpräferenz spräche, bevorzugt die ZKB hier neben dem zyklischen Grundstoff- und Technologie-sektor auch die defensiven Branchen Gesundheit und nichtzyklischer Konsum. «Zudem ist man froh um die defensiven Schweizer Sektoren, wenn es kurzfristig einmal holperiger an den globalen Aktienmärkten wird», fügt Ferreira an.

## Gesuchte Luxusgüter

Der Schweizer Aktienmarkt ist gemäss BCV zwar stark von Einzeltiteln geprägt, dennoch könnten sektorale Trends festgestellt werden. Bei den Sektoren, die positiv überraschten, verzeichneten die Industrietitel und die baunahen Werte (Holcim, Sika, Arbonia) eine markante Erholung ihrer Geschäftstätigkeit. Die Titel der Uhrenhersteller (Richemont, Swatch) und der grossen europäischen Luxusgüterunternehmen seien begehrt. Mit der Lockerung der Corona-Massnahmen, insbesondere im Reise- und Tourismusbereich, sei der Luxusgütersektor im Auge zu behalten.

Die R&A Group fokussiert auf Unternehmen und Branchen, die innovativ sind, ihre Kapitalkosten verdienen und bewährte, erfolgreiche Geschäftsmodelle vorweisen können. Fokusbereiche liegen in der Technologie, wobei dieser Sektor in Europa und der Schweiz im Vergleich zu den USA und Asien schwach vertreten ist. Eine interessante Auswahl bietet gemäss Waser der Schweizer Markt in der Industrie, im Gesundheitssektor – vor allem ausserhalb des Pharmasektors –, im Konsumbereich und bei ausgewählten Finanzwerten, wobei weiterhin wenig für die Schweizer Grossbanken spreche.