



# DER FINEZIANER

MARKTAUSBLICK



## Zu viel Sorgen um die gute Konjunktur?

Das vierte Quartal 2018 hat den risikofreudigen Anlegern eine gehörige Lektion erteilt. Die Zinsstraffung durch die FED (Federal Reserve Bank bzw. amerikanische Notenbank), der Handelsstreit zwischen den USA und China, die Nervosität wegen des anstehenden Brexits, die anhaltende Krise um den italienischen Haushalt und einbrechende Ölpreise verunsicherten den Markt und führten zu einer deutlich erhöhten Volatilität. Neben diesen Faktoren belasteten mangelndes Vertrauen in die wirtschafts- und geldpolitischen Autoritäten die Kapitalmärkte. Im Fachjargon wird das beobachtete Verhalten der letzten Monate als «risk-off» bezeichnet. Die Aktienmärkte fielen von ihren Höchstständen gut und gerne um 15-20%, Kreditspreads (Risikoprämien für Obligationen) weiteten

sich ungeachtet der Währungen aus und die Renditekurve verflachte sich weiter. Obwohl wir uns einig sind, dass sich das Weltwirtschaftswachstum verlangsamt, sehen wir keine drohende Rezession.

### Lassen die geschilderten Ereignisse an den Finanzmärkten überhaupt Spielraum für einen anderen Konjunkturverlauf als für eine Rezession?

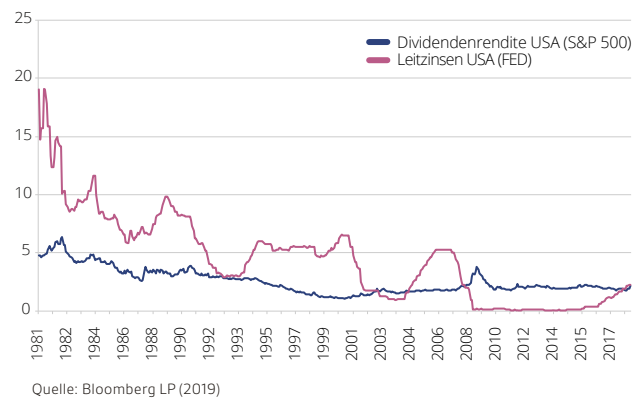
Ganz gleich ob man nun Angst hat oder nicht, der realen Wirtschaft geht es grundsätzlich gut. Das Wachstum ist entweder robust wie in den USA oder in vielen Emerging Markets, oder aber es sind, wie in den peripheren EU-Ländern, zumindest nachhaltige

Verbesserungen spürbar. Fast alle Länder wachsen gemäss ihrem Potential (das langfristig zu erwartende Wachstum). In vielen Ländern steigt die Beschäftigung und die Fiskalpolitik wird in diesem Jahr nicht nur in Italien, sondern auch in Frankreich und Deutschland weniger restriktiv ausfallen. Unter diesen Rahmenbedingungen ist weder in den USA noch in Europa eine Rezession wahrscheinlich. Alle Verweise auf schwächere Wachstumsimpulse ignorieren die Tatsache, dass eine Abschwächung in Richtung Potentialwachstum keine Krise ankündigt, sondern zunächst einmal ein «Softlanding» signalisiert. Sicherlich ist das Risiko einer weiteren Konjunkturabkühlung bei Normalisierung des Wachstums durchaus gegeben, aber eine Rezession ist keineswegs das zwangsläufige Resultat einer solchen Korrektur. Woher kommt dann diese Angst?

Die empirischen Modelle bieten zurzeit aufgrund der ausserordentlichen Tiefzins-Situation wenig Orientierungshilfe. Unabhängig von der Kritik an deren Erklärungsstruktur muss betont werden, dass eine vergleichbare Situation in keinem Datensatz der Modelle vorhanden ist und so auch nicht in deren Prognosen einfließen kann. Dies erzeugt Unsicherheit oder gar Angst. Vor dem Hintergrund der Erfahrung der letzten grossen Finanzkrise verkaufen Anleger heutzutage lieber zu schnell als zu langsam. Die stark gewachsene passive Orientierung der Anleger (Indexprodukte) fördert zudem eine teils undifferenzierte Reaktion, womit die Indizes auf breiter Front gesunken sind. Dies wird noch durch die Tatsache verstärkt, dass die stark vom Momentum getriebenen Algorithmen basierte Handelsstrategien zu einer vergleichsweise hohen Volatilität führten. Heutzutage werden beträchtliche Anteile des weltweiten Börsenhandels – man spricht von rund 85% des Handelsvolumens – durch computergesteuerte Algorithmen weitgehend losgelöst von menschlicher Intervention verursacht. Der algorithmische Handel lebt von extrem geringen Reaktionszeiten, kurzfristigen, trading-orientierten Handelsstrategien sowie durch minime Gewinnmargen. Nur Skaleneffekte machen diese Art des Handelns überhaupt profitabel, was sich sehr deutlich in der Vervielfachung der Transaktionsvolumen manifestiert. Es ist eine Art moderner Teufelskreis! Dieser «Hochfrequenz-Handel» hat letztlich nichts mit Anlegen zu tun, da diese Transaktionen unabhängig von der fundamentalen Entwicklung ausschliesslich auf kurzfristige Gewinne aus sind.

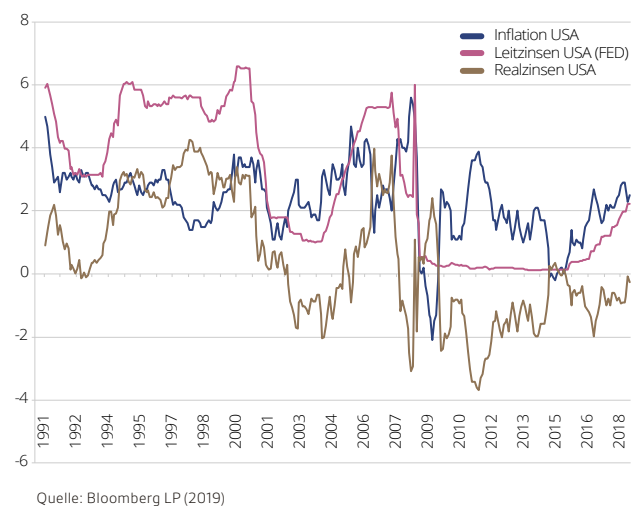
Die Unsicherheit ist nicht nur auf die Modelle beschränkt. Ebenso zwiespältig ist die Interpretation der Zinserhöhungen in den USA. Die Notenbanken müssen und werden die Geldpolitik weiter schrittweise normalisieren. Die USA sind zumindest bei den Zinsen fast am Ziel. FED-Präsident Jerome Powell sagte Anfang Januar 2019, die US-amerikanischen Leitzinsen hätten das untere Ende des Bandes erreicht, das man als «normal» bezeichnen kann. Warum heisst es dann vielerorts, die Entschlossenheit des FED habe die Finanzmärkte überrascht? Die Kritiker der Zinserhöhungen verweisen vor allem darauf, dass die Zinsen für Cash nun gleich hoch sind wie die Dividendenerträge der Aktien.

## Dividendenrenditen USA (S&P 500) versus Leitzinsen USA (FED)



Die Zentralbanken orientieren sich in aller Regel jedoch nicht an den Nominalzinsen, sondern an den Realzinsen. In Europa und in der Schweiz sind die Realzinsen immer noch spürbar negativ. In den USA haben diese erst knapp den positiven Bereich erreicht. Langfristig strebt die FED eine Realverzinsung von rund 1% an. Für die gegenwärtige Boomsituation in den USA fällt somit auf, dass diese eigentlich viel zu tief ist. Die Zinsen «müssen» steigen – wie schnell ist eine andere Frage. Während die FED weitere Zinserhöhungen keineswegs ausschliesst, ist der Markt aktuell anderer Meinung. Momentan erwartet er keine weiteren Zinserhöhungen für dieses Jahr und 2020 werden sogar tendenziell wieder tiefere Zinsen erwartet.

## Realzinsen USA



Die EZB (Europäische Zentralbank) wird 2019 ebenfalls erste zaghafte Schritte in Richtung höherer Zinsen unternehmen, zuerst bei den Anleihenkäufen und dann auch bei den Leitzinsen selbst. Die SNB wird absolutes Schlusslicht bleiben, auch wenn die negativen Effekte der Negativzinspolitik nicht mehr zu übersehen sind.

Die grössten Risiken für die Finanzmärkte sind nach wie vor politischer Natur. Ein ungeordneter Brexit erachten wir im europäischen Kontext als die grösste Bedrohung. Zudem stehen den grossen europäischen

Volkswirtschaften mittelmässiges Führungspersonal vor, die Parteiensysteme sind teils erschüttert und die Establishments werden öffentlich diskreditiert. Letztlich sehen wir darin allerdings keine ernsthafte Bedrohung der globalen Entwicklung, da dafür die Wachstumseffekte einfach zu klein sind. Geopolitisch geht die grösste Gefahr eindeutig vom US-Präsidenten Donald Trump aus, sei es durch seine Abneigung gegenüber dem internationalen Welthandel oder durch die strategische Auseinandersetzung mit China um die technologische Vormacht bei der künstlichen Intelligenz (Technologie-Führerschaft) und dem Militär. Mit Blick auf die US-Präsidentschaftswahlen Ende 2020 können wir vom «Dealmaker» Trump eine gehörige Menge Pragmatismus erwarten, insbesondere wenn es darum geht, die Wirtschaft im Wahljahr in Fahrt zu halten. Ausgehend davon, dass nicht nur chinesische Firmen unter den US-Zöllen leiden, sondern die deutlich gesunkene Nachfrage auch US-amerikanische Investitionsgüter-Produzenten treffen, so liegt die ökonomische Notwendigkeit für eine Einigung jenseits aller strategischen Streitigkeiten auf der Hand. Darum werden China und die USA sich im Bereich Handel wieder auf einen neuen Status Quo einigen.

### Anlageoptionen – gezielt Chancen packen!

Wir gehen von einer deutlich höheren Wahrscheinlichkeit des beschriebenen Softlandings als von einer unmittelbar bevorstehenden Rezession aus. Die Kunst liegt nun darin, wie man an der gesunden Wirtschaftsentwicklung teilhaben kann und sich trotzdem gegenüber unspezifischen Risiken schützt. Es dürfte sinnvoll sein, an der Strategie des vorsichtigen Optimismus festzuhalten und Risiken bei Bedarf preisgünstig abzusichern. Die undifferenzierte, von Unsicherheit getriebene Marktentwicklung bietet Chancen für eine selektive Positionierung gegen den Trend. Der deutliche Kursrückgang bei einzelnen Unternehmen von bis zu 30% und mehr führte wieder zu fairen Bewertungen. Dabei sind Risiken eingepreist, ohne dass sich die negativen Szenarien bislang bewahrheitet haben. Voraussetzungen dafür sind eine konstante mittel- bis langfristige Strategie und die Fähigkeit, eine negative Entwicklung finanziell zu verkraften. Wir empfehlen, neue Positionen nur opportunistisch und gestaffelt aufzubauen. Ausserdem ist es der labilen Lage geschuldet, in qualitativ einwandfreie Unternehmen zu investieren, welche nachhaltige Cashflows erarbeiten und vorzugsweise attraktive Dividendenzahlungen ausschütten (dazu mehr auf der Folgeseite). Basierend auf unserer Einschätzung zeigen wir Ihnen nachfolgend auf, wie wir uns in den verschiedenen Themen positionieren:

**Cash:** Wir halten bis auf weiteres eine erhöhte Cashquote, um bei weiteren Marktverwerfungen interessante Opportunitäten wahrnehmen zu können.

**Obligationen:** Grundsätzlich halten wir die Obligationenquote aufgrund der unattraktiven Renditen tief. Bevorzugt setzen wir auf kurze Laufzeiten (max. 5 Jahre), um den negativen Effekt bei künftigen Zinserhöhungen abzufedern. USD-Obligationen werfen je nach Bonität und Laufzeit wieder Verfallrenditen von über 3% und mehr ab, womit diese für USD-orientierte Anleger eine mögliche Alternative zu Cash sind.

**Aktien:** Dividendenstarke nationale und internationale Unternehmen gehören zu unseren Kernanlagen (dazu unsere Ausführungen auf der nächsten Seite).

Generell fokussieren wir uns auf Aktien von Unternehmen, welche in zukunftsorientierten Themen wie HealthCare (insb. Medizintechnik), E-Commerce und Cloud, Robotertechnologie, Industrieautomation, künstliche Intelligenz und demografischer Wandel gut positioniert sind. Andererseits meiden wir disruptive Branchen wie global tätige Banken und die «alte» Autoindustrie.

Ferner glauben wir, dass die asiatischen Aktienmärkte interessant sind. Das Bewertungsniveau in Fernost ist in vielen Märkten deutlich günstiger als in der westlichen Hemisphäre. Gefallen finden wir an Korea, Vietnam und Indien, in gewissen Sektoren auch an China.

**Edelmetalle:** Gold hat im Portfolio eine legitime, defensive Rolle, vornehmlich als Absicherung gegen Systemrisiken wie z.B. eine Staatsschuldenkrise. Der Preis in CHF dürfte vorerst auf moderatem Niveau seitwärts tendieren. Sollten aber vertrauenshemmende Ereignisse die Märkte überraschen, werden Edelmetalle sehr rasch an Attraktivität gewinnen. Als Ergänzung gefallen auch Goldminenaktien.

**Währungen:** In unserem Szenario dürfte die «Safe Haven» Funktion des CHF weniger gefragt sein, so dass der Franken trotz oder vielleicht sogar wegen der guten Konjunktur mittelfristig wieder schwächer werden sollte. Somit können wir trotz unserer grundsätzlichen Überzeugung für den CHF vorerst mit einem etwas höheren Fremdwährungsanteil leben.

Falls sich Europa weiter erholt, die politischen Unsicherheiten nachlassen und die EZB tatsächlich die Geldpolitik normalisiert, dürfte der EURO stärker werden. Der USD wird gemäss dem skizzierten Konjunkturverlauf im Verlauf des Jahres gegenüber dem EURO eher schwächer. Der Brexit ist negativ für Grossbritannien, aber der jetzige Kurs des Britischen Pfunds hat schon vieles eingepreist.

### Die Attraktivität einer steuerfreien Dividende

Ein wichtiger Bestandteil der Unternehmensstrategie ist ein aktives Kapitalmanagement. Die Kapitalstruktur wird dabei unter Berücksichtigung ökonomischer und allenfalls regulatorischer Vorgaben gesteuert. Die Gesellschaften sollten ein Gleichgewicht zwischen Rentabilität, Liquidität (Sicherheit) und Flexibilität (Unabhängigkeit) schaffen. Ein Unternehmen muss als oberstes Credo den Schutz der Liquidität und der Bonität gewährleisten, damit die Handlungsfähigkeit gesichert bleibt. Das Kapital soll aber auch möglichst in profitable Geschäftsbereiche investiert und das Eigenkapital optimal bewirtschaftet werden, um einen grösstmöglichen positiven Mehrwert für die Eigentümer zu schaffen. Bei Beteiligungen in Unternehmen, welche eine langfristige Dividendenpolitik verfolgen und absehbar in der Lage sind, die Ausschüttungen zu halten oder sogar zu erhöhen, profitiert der Aktionär von jährlichen Erträgen, weitgehend unabhängig von Börsenschwankungen. Insbesondere für Privatinvestoren kann dieser «cashflow-orientierte» Ansatz ratsam sein, da Erträge zum Teil sogar steuerfrei ausgeschüttet werden.

## Kapitalrückzahlung statt Gewinnausschüttung – Steuervorteil für Schweizer Privatanleger

In den vergangenen Jahren haben Schweizer Unternehmen vermehrt Dividenden aus Kapitalreserven statt aus Gewinnrücklagen ausgerichtet. Diese unterliegen – für Privatpersonen mit Domizil in der Schweiz – weder der Verrechnungs- noch der Einkommenssteuer. Wir stellen klar, dass es sich dabei um eine Rückzahlung des von den Aktionären früher einbezahlten resp. zur Verfügung gestellten Eigenkapitals handelt. Dieses Vorgehen betrachten wir konzeptionell wie auch steuermoralisch als vollkommen korrekt. Im Zuge der geplanten Unternehmenssteuerreform (ehemalige «USR III», weitergeführt unter dem Titel «Steuervorlage 17» oder «SV17») käme es jedoch zu einer Einschränkung für börsennotierte Unternehmen. Bei einem «Ja» an der Urne dürfte nur noch maximal die Hälfte der Dividende durch Rückzahlung von Kapitalreserven vorgenommen werden. Nennwertreduktionen wären von dieser Änderung hingegen ausgenommen. Wird das Referendum bis am 17. Januar 2019 ergriffen, so erfolgt darüber am 19. Mai 2019 eine Volksabstimmung.

## Wo schlummern noch rückzahlbare Kapitalreserven / wer zahlt die attraktivsten Dividenden?

Für 2019 werden in der Schweiz Dividendenzahlungen von beinahe CHF 50 Mrd. erwartet, was einer durchschnittlichen Rendite von knapp 3.5% entspricht. Speziell im aktuellen Niedrigzinsumfeld bilden Dividenden von Qualitätsunternehmen valable Alternativen zu Obligationen (Zahlung aus Gewinnrücklagen). Es sei nicht zuletzt an die Schwergewichte Nestlé (2.9%), Novartis (3.2%) und Roche (3.3%) sowie Swiss Re (5.5%) erinnert, welche aus einem diversifizierten Schweizer Portfolio nicht wegzudenken sind. Die wohl höchsten steuerbefreiten Renditen für natürliche Personen in der Schweiz versprechen derzeit Valora Holding (5.5%), Mobilezone Holding (5.4%), UBS Group (5.4%), VAT Group (4.7%) und LafargeHolcim (4.6%). Andere «Dividendenschwergewichte» erlangen stetig einen «Sockel» durch die Ausübung von Mitarbeiteroptionen in neue Aktien, welche umgehend zurückgeführt werden, indem ein Teil der Dividende aus Kapitalrückzahlung besteht; zu diesen Spezialisten gehören u.a. Zurich Insurance Group (6.2%), Inficon Holding (4.2%), SwissLife Holding (3.9%) oder Lindt & Sprüngli (1.3%). Ein Spezialfall im Schweizer Tableau ist die HBM Healthcare Investments (4.5%), welche zwar keine Kapitalreserven mehr hat, stattdessen aber steuerbefreite Nennwertreduktionen vornimmt.

## Vertrauen ist gut, Kontrolle besser

Doch bei aller Freude über Dividendengeschenke lohnt es sich genau hinzuschauen und folgende Fragen wiederholt zu stellen:

- Wie sicher bzw. nachhaltig sind die Dividenden?
- Werden diese Dividenden-Ausschüttungen nach Auszahlung vom Aktienkurs wieder aufgeholt?
- Wie lange können Dividenden (noch steuerbefreit) entrichtet werden?
- Wird die Dividende von der Firma operativ erwirtschaftet oder werden diese zu Lasten der Substanz bezahlt?

Genau solche und weitere Punkte müssen bei der Analyse kritisch geprüft werden!

Wir raten bei Anlageentscheiden, steuerbefreite Kapitalrückzahlungen als ergänzendes Kriterium heranzuziehen. Von Unternehmen,

die Dividenden aus Gewinnrücklagen bezahlen, gefallen uns die defensiven Schwergewichte Nestlé, Novartis, Roche sowie Swiss Re am besten. Für Investoren, welche teils oder gänzlich steuerbefreite Kapitalreserven bevorzugen, erachten wir Zurich Insurance, LafargeHolcim, HBM Healthcare und VAT Group am aussichtsreichsten.

## Schweizer Aktien: Top 30 nach Dividendenrendite

| In CHF                          | Erwartete Rendite | Erwartete Dividende | Kapitalrückzahlung |
|---------------------------------|-------------------|---------------------|--------------------|
| Nebag AG                        | 7.0%              | 0.70                | Nein               |
| Zurich Insurance Group AG       | 6.2%              | 18.82               | Teils              |
| APG SGA SA                      | 6.0%              | 20.00               | Nein               |
| Valora Holding AG               | 5.5%              | 12.57               | Ja                 |
| Swiss Re AG                     | 5.5%              | 5.19                | Nein               |
| Mobilezone Holding AG           | 5.4%              | 0.63                | Ja                 |
| UBS Group AG                    | 5.4%              | 0.70                | Ja                 |
| Varia US Properties AG          | 5.4%              | 2.01                | Ja                 |
| Adecco Group AG                 | 5.2%              | 2.58                | Nein               |
| Bellevue Group AG               | 5.1%              | 1.10                | Nein               |
| Carlo Gavazzi Holding AG        | 5.1%              | 12.50               | Nein               |
| Sunrise Communications Group AG | 5.0%              | 4.20                | Ja                 |
| Burkhalter Holding AG           | 5.0%              | 4.00                | Nein               |
| Cie Financière Tradition SA     | 5.0%              | 5.00                | Nein               |
| Orell Fuessli AG                | 5.0%              | 4.00                | Nein               |
| Schweiter Technologies AG       | 4.9%              | 44.00               | Nein               |
| BB Biotech AG                   | 4.9%              | 3.30                | Nein               |
| Villars Holding AG              | 4.8%              | 38.00               | Nein               |
| VAT Group AG                    | 4.7%              | 4.23                | Ja                 |
| LafargeHolcim Ltd               | 4.6%              | 2.04                | Ja                 |
| Swisscom AG                     | 4.6%              | 22.00               | Nein               |
| EFG International AG            | 4.5%              | 0.28                | Ja                 |
| Swiss Prime Site AG             | 4.5%              | 3.76                | Ja                 |
| Kuehne + Nagel International AG | 4.5%              | 5.95                | Nein               |
| HBM Healthcare Investments AG   | 4.4%              | 7.00                | Ja                 |
| Cembra Money Bank AG            | 4.4%              | 3.71                | Nein               |
| Banque Cantonale Vaudoise       | 4.4%              | 34.20               | Nein               |
| Intershop Holding AG            | 4.4%              | 22.00               | Nein               |
| Sulzer AG                       | 4.3%              | 3.69                | Nein               |
| Inficon Holding AG              | 4.2%              | 20.14               | Teils              |

## Weitere Schweizer Aktien mit Dividenden aus Kapitalrückzahlung

|                                     |             |       |       |
|-------------------------------------|-------------|-------|-------|
| Landis+Gyr Group AG                 | 4.2%        | 2.40  | Ja    |
| Mobimo Holding AG                   | 4.2%        | 10.00 | Ja    |
| Swiss Finance & Property Investment | 4.2%        | 3.60  | Ja    |
| Julius Baer Group Ltd               | 4.1%        | 1.57  | Ja    |
| Allreal Holding AG                  | 4.0%        | 6.42  | Ja    |
| Zueblin Immobilien Holding AG       | 4.0%        | 1.00  | Ja    |
| Swiss Life Holding AG               | 3.9%        | 15.54 | Teils |
| Flughafen Zurich AG                 | 3.8%        | 6.59  | Teils |
| Dufry AG                            | 3.8%        | 3.76  | Ja    |
| Rieter Holding AG                   | 3.7%        | 5.08  | Teils |
| Galenica AG                         | 3.7%        | 1.71  | Ja    |
| Wartec Invest AG                    | 3.7%        | 70.00 | Ja    |
| Investis Holding SA                 | 3.6%        | 2.28  | Ja    |
| Poenina Holding AG                  | 3.6%        | 1.60  | Ja    |
| <b>Schweizer Aktienmarkt</b>        | <b>3.5%</b> |       |       |

Quelle: HB-Research, SIX Financial Information