



Editorial

2018 war für Anleger ein hartes Jahr. Nur unter Einbezug der Vorjahresresultate stellt sich eine dankbare Stimmung zum Jahreswechsel ein.

Wir stufen die aktuelle Schwächephase an den Aktienmärkten als Korrektur, nicht als ganz grosse Baisse wie 2000 oder 2008 ein. Sie kommen in unregelmässigen Abständen immer wieder vor. Deshalb erwarten wir, dass 2019 wieder erfreulicher wird – ausser, das weltweite Schuldenproblem vermässelt den eigentlich nach wir vor guten Wirtschaftsgang.

Wie wir die uns anvertrauten Vermögen durch Erhöhung der Robustheit in der weltweiten Diversifikation ausrichten, lesen Sie in diesem Check-Up. Ihnen und Ihren Angehörigen wünschen wir ein gesundes und erfreuliches Neues Jahr.



Christoph Schwarz,
Vorstand

GELDDRUCKEN: «GAME OVER»

Droht erneut eine Schuldenkrise?

Seit 10 Jahren «beglücken» uns die Zentralbanken mit haufenweise neu gedrucktem Geld. Schade nur, dass man mit Geld kein Land zu Wohlstand drucken kann.

Die grossen fiskal- und geldpolitischen Massnahmen als Reaktion auf die Finanzkrise vor 10 Jahren retteten das Finanzsystem. Ziel war es, den Schaden für die Volkswirtschaften zu begrenzen. Das war richtig. Aufgrund fiskalpolitischer Rettungsaktionen jedoch stieg, insbesondere in vielen Industrieländern, die Staatsverschuldung dramatisch. So blieb nur noch die Geldpolitik übrig, um stimulativer zu wirken, sie wurde zum «only game in town».

Sinkende Notenbankgeldmenge

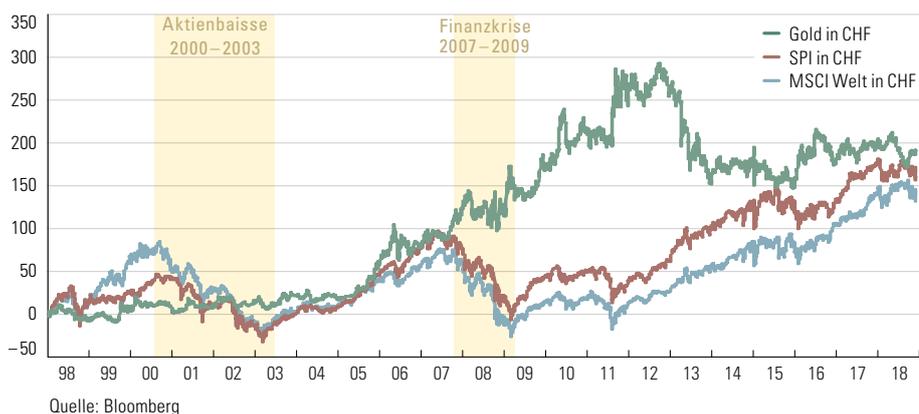
Das ist jetzt vorbei. Die Verkäufe aus dem riesigen Anleihenbestand der US Fed sind erstmals höher als die Neukäufe der europäischen und japanischen Zentralbanken. Kurzum, neues Zentralbankgeld wird weltweit nicht mehr geschaffen, auch wenn das Geldkleid dank tiefen Zinsen noch immer expansiv ist. Die Wirtschaft kann inskünftig also weder von der Fiskal-, noch von der Geldpolitik Impulse

erwarten. Im Gegenteil. Und das ausgerechnet in einer Zeit, die nicht gerade strotzt vor vertrauenswürdigem Führungspersonal in der Weltpolitik.

Steht uns eine Schuldenkrise bevor?

Die extreme Geldpolitik zeigt kaum noch Wirkung, ausser für Demokratien gefährliche Verteilungseffekte. Eine lange Zeitdauer der Politik des billigen Geldes führt zudem zu Fehlallokationen. Diese erkennt man zumeist erst im Nachhinein. Gefährlich sind sie, wenn es zu fremdfinanzierten Blasen kommt. Als Klassiker dienen Immobilienblasen. Tiefere Zinsen erhöhen den Wert der Immobilien. Dagegen kann mehr Fremdkapital aufgenommen werden. Gleichzeitig wird in solchen Tiefzinsphasen viel neues Angebot produziert. Es kommt der Punkt, wo mehr Wohnungen als benötigt erstellt werden. Das Überangebot lässt die Mieten sinken. Wenn dann auch noch die Zinsen steigen, kommt es zu doppelten Bewertungskorrekturen, also tiefere

Fortsetzung nächste Seite



Mieterträge mit höheren Diskontsätzen. Die Gefahr einer solchen Entwicklung ist im überhitzten Schweizer und Deutschen Immobilienmarkt offensichtlich. Immerhin sind die Banken inzwischen besser kapitalisiert und die grössten Anleger wie Pensionskassen sind nicht fremdfinanziert.

Schuldenkrise in Südeuropa?

In Europa sehen wir die geldpolitisch verursachte Fehlallokation im Markt für Staatsanleihen. Da stehen vor allem die südeuropäischen Länder, insbesondere Italien, im Zentrum. Als wahrscheinlichste Antwort wird das Gebastel um den Rettungsschirm fortgesetzt. Echte Lösungen – wie sie eines Tages mit effektiven Abschreibungen anstehen – werden noch länger auf sich warten lassen.

Schuldenkrisen in Fernost?

In Fremdwährungen verschuldete Staaten sind weitere klassische Kandidaten für eine Schuldenkrise. Doch in China sind die Schulden nicht beim Staat, sondern bei den Privaten; in Japan ist dies umgekehrt. In beiden Ländern jedoch liegen diese Schuldpapiere bei Inländern und sind daher weniger gefährlich.

US-Verschuldung im Risiko?

In den USA ist die Verschuldung sowohl beim Staat wie bei Firmen sehr hoch. Die Staatsverschuldung macht uns keine Sorgen, weil die USA ihre USD selbst drucken können. Hier gilt es zu verfolgen, ob und wie lange die US Fed die Unabhängigkeit bewahren kann. Wenn nicht, dann müssen Anleger ihre USD trotz den hohen Absicherungskosten (Zinsdifferenz) wieder absichern.

«Game over» für fremdfinanzierte Aktienrückkäufe

Mit ein Grund für die starke Entwicklung der US-Aktienkurse waren fremdfinanzierte Aktienrückkäufe. Dabei werden Schulden aufgenommen, um eigene Aktien zurückzukaufen. Diese sogenannte Bilanzoptimierung geht so lange, bis die Zinsen auf den Schulden höher sind, als der Ertrag auf den Aktien. Das ist jetzt soweit. So haben sich z.B. die Schulden von McDonalds in den letzten 10 Jahren von USD 10 Mrd. auf 30 Mrd. verdreifacht, die Eigenmittel sind von USD 13 Mrd. durch die Aktienrückkäufe auf –3 Mrd. gefallen. Mit 3× EBITDA sind die Schulden bei McDonalds zwar nach wie vor tragbar. Aus Vorsicht streichen wir Aktien von Firmen, die ihre Aktienrückkäufe fremdfinanzieren, von unserer Empfehlungsliste.

Welche Anlagen sind attraktiv?

Wer sich frühzeitig vor Schuldenkrisen schützen will, muss zwei Voraussetzungen erfüllen. Man muss erstens langfristig, also benchmarkunabhängig, denken. Zweitens muss man zwischen Preisschwankungen (Volatilität) und Risiko im Sinne von definitiven Verlusten unterscheiden. Wer das kann, soll die grössten Risikokandidaten konsequent meiden und vor allem die bestehenden Anleihen periodisch auf ihre Qualität überprüfen. Denn wie im Beispiel McDonalds gesehen, kann sich eine Bilanz innert 10 Jahren stark verändern. Bei Aktien gilt es, solche zu wählen, welche Krisen durchstehen können. Das sind jene mit einer gesunden Bilanz und genügend Eigenkapital. Sie können eine Durststrecke besser überstehen. Bei ihnen sind Preis-

schwankungen nicht gleichzusetzen mit permanenten Verlusten. Gegen eine Staatsschuldenkrise bietet sich noch immer Gold an. Nur Gold hat kein Gegenparteiisiko, wie schon J.P. Morgan sagte: «gold is money, everything else is credit». Über die lange Frist von 20 Jahren weist Gold die beste Wertentwicklung auf. Die Schwankungen waren zwar gross, aber in den beiden grossen Aktienmarktkrisen konnte Gold zulegen (siehe Grafik).

Besser alles auf Kasse?

Nein, ein breit diversifiziertes Portfolio macht am meisten Sinn. Geldmarkt ist aus Ertragsperspektive unattraktiv, nur attraktiv in Bezug auf die Erhöhung der Handlungsfähigkeit. Demgegenüber steht der Geldmarkt in Gefahr obrigkeitlicher Eingriffe. Diese sind bei Schuldner schwacher Staaten noch gefährlicher. Wenn jemand überschuldet ist, dann liegt das Problem bekanntlich weniger beim Schuldner als beim Gläubiger.

Wird 2019 besser?

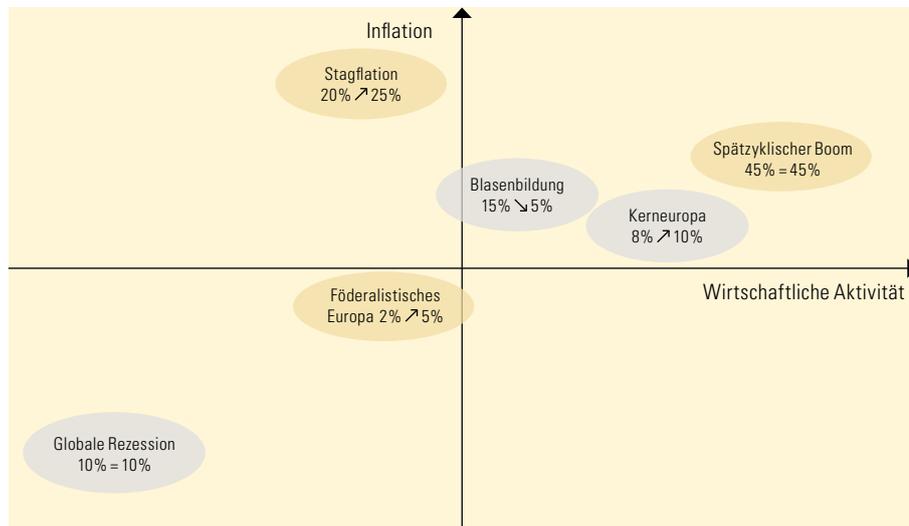
Wir sehen noch keine Signale einer erneuten Schuldenkrise. Deshalb rechnen wir mit einem besseren Anlagejahr. Aber es wäre unklug, sich nicht bewusst zu sein, dass eines Tages die Stunde der Wahrheit kommt. Deshalb ist es wichtig, die für Sie richtige Anlagestrategie mit Ihnen persönlich zu besprechen. Insbesondere drei Punkte gilt es zu beleuchten: 1. Stimmt die Schuldnerqualität bei Anleihen; 2. Überprüfung der Qualität in der Aktienselektion (vgl. S.7); und 3. ob und wieviel Edelmetalle Platz im Portfolio haben. Man kann die Zukunft nicht voraussehen, muss aber auf sie vorbereitet sein. Dafür sind wir da.



Christof Reichmuth,
unbeschränkt haftender Gesellschafter

KONJUNKTUR TROTZT LIQUIDITÄTSENTZUG

Wirtschaftsaufschwung schon alt – dennoch keine starken Rezessionssignale



Gelb = beschriebene Szenarien

Fazit

- Konjunktur in einem spätzyklischen Boom. Risiken mehren sich, aber das Wachstum ist weiterhin solide.
- Inflationsdruck steigt, tiefere Ölpreise helfen temporär.
- Diskussionen um den Brexit und das italienische Budget führen zu neuen Spannungen in Europa.

Stagflation – Höhere Inflation scheint erwünscht

Eine Erhöhung der Strafzölle ist zwar nach dem G20-Gipfel unwahrscheinlicher geworden, aber die Unsicherheit bleibt hoch. Diese dürfte den globalen Handel und das Wirtschaftswachstum weiter hemmen. Die Anzahl der Unternehmen, welche mit steigenden Inputkosten konfrontiert sind, mehren sich. Zusätzlich heizen Infrastrukturprogramme in einem engen Arbeitsmarkt die Inflation weiter an. Höhere Budgetdefizite, aber auch Kapazitätsengpässe, erhöhen den Aufwärtsdruck auf die Inflation. Inzwischen ist auch die FED eher bereit, die Inflation überschreiten zu lassen, als den konjunkturellen Aufschwung abzuwürgen.

Spätzyklischer Boom – «Trade Deal» verlängert Aufschwung

Eine Annäherung im Handelsstreit zwischen den USA und China befeuert das globale Wirtschaftswachstum. Zölle werden abgebaut, der Marktzugang für ausländische Unternehmen in China erleichtert, und das geistige Eigentum besser geschützt. Das Vertrauen kehrt zurück und die Privatwirtschaft stösst neue Investitionen an. Die Zentralbanken können in diesem spätzyklischen Boom die Kaufprogramme behutsam zurückfahren und die Zinsen schrittweise erhöhen. Der Umbau der chinesischen Wirtschaft schreitet voran, wobei das Wachstum vermehrt vom privaten Konsum getragen wird. Auch in Europa wird eine Vorwärtsstrategie eingeschlagen.

Föderalistisches Europa – Steigende Unsicherheiten und Fliehkräfte

Die Eurozone versinkt in der geopolitischen Bedeutungslosigkeit. In Europa bilden sich verschiedene Blöcke, welche immer stärker polarisieren. Italiens populistische Regierung, ein wenig mutiges Deutschland, welches nicht noch mehr Geld in die EUR-Zone einschiessen will, osteuropäische Länder welche mehr Souveränität wollen – kurz: ein schlecht funktionierendes, gesamteuropäisches Projekt. Die steigenden Zinsen in den USA erhöhen den Druck auf die EZB. Dies lässt die Schuldenproblematik und Haftungsfragen wieder ins Zentrum rücken. Eine Einigung zeichnet sich nicht ab. Scheiternde Budgetdiskussion in Italien oder ein Entgleisen der Brexit-Diskussionen sind mögliche Auslöser für ein «Föderalistisches Europa».

Anlageideen

- Aktien von Industrieländern untergewichten
- Hedge Funds übergewichten
- USD untergewichten
- Gold übergewichten

25%
Wahrscheinlichkeit
3 – 6 Monate

Anlageideen

- Aktien übergewichten (vermehrt Zyklischer)
- Festverzinsliche meiden
- Fremdwährungen attraktiv
- Alternative, tief korrelierte Renditequellen wie Infrastruktur oder ILS

45%
Wahrscheinlichkeit
3 – 6 Monate

Anlageideen

- Keine Nominalanlagen von überschuldeten Staaten/ Unternehmen
- Gold, USD, CHF attraktiv

5%
Wahrscheinlichkeit
3 – 6 Monate

TEMPORÄRE KONJUNKTURDELLE

Aktien bleiben attraktiv



Patrick Erne,
Leiter Research

Trotz gut ausgelasteter Wirtschaftskapazitäten und solider Gewinnausweise vieler Unternehmen ist Gegenwind aufgekommen. Steigende Löhne und eine etwas straffere US-Geldpolitik sind Anzeichen eines fortgeschrittenen Konjunkturzyklus, der mit den Handelshemmnissen unberechenbarer geworden ist. Da die globalen Rezessionsgefahren für die nächsten 12 Monate aber noch tief sind, gilt es an der Strategie festzuhalten.

Verlangsamung, aber keine Rezession

Das globale Wirtschaftswachstum hat 2018 den Höhepunkt überschritten. In den USA lässt die Wirkung des Fiskalstimulus allmählich nach. Zölle und ein stärkerer USD dürften 2019 eine leichte Bremswirkung erzeugen. Dennoch zeigen sich die USA im internationalen Vergleich relativ robust und wir erwarten hier nur eine moderate Abschwächung.

Grösser sind die Herausforderungen in Europa. Das Investitionsklima hat sich mit dem Brexit und dem ungelösten Verschuldungsproblem Italiens verschlechtert. Zudem ist Europa stärker auf Exporte, insbesondere nach Asien, angewiesen. Dies gilt gleichermaßen für die Schweizer Wirtschaft, in der sich zuletzt einige Bremspuren in der Industrie und Exportwirtschaft bemerkbar machten. Welchen Weg die Politik in Europa einschlägt, ist noch immer ungewiss, aber es dürften eher temporäre Massnahmen als dauerhafte Lösungen sein. Steigende Kreditaufschläge für Italien belasten aber das Investitionsklima und sind nicht wachstumsförderlich.

Für den weiteren Verlauf der Weltkonjunktur dürfte die Entwicklung in China entscheidend sein. Da der Umbau der chinesischen Wirtschaft hin zu einer service- und konsumorientierten Gesellschaft und der Infrastrukturausbau weit fortgeschritten ist, wird

es für die Planer in der chinesischen Parteizentrale anspruchsvoller, die langfristigen Wachstumsziele zu erreichen. Dennoch sind wir zuversichtlich, dass China dank des weitgehend geschlossenen Marktsystems weiterhin genügend Mittel und Möglichkeiten zur Verfügung hat, die Wirtschaft zu lenken und zu stimulieren. Falls sich die Abschwächung akzentuieren sollte, erwarten wir im Verlaufe des nächsten Jahres stärkere Fiskalimpulse. Auch wenn der geopolitische Streit zwischen China und den USA noch längere Zeit anhalten dürfte, ist eine Einigung in einigen Handlungsfragen nicht ausgeschlossen und könnte dank aufgestauter Nachfrage zu einer leichten Beschleunigung führen. Für die Weltwirtschaft erwarten wir 2019 insgesamt eine Abschwächung gegenüber 2018, aber keine Rezession.

GDP Wachstums- erwartungen	GDP Wachstum aktuell	Wachstums- erwartung 2019
USA	3.0%	2.5 – 3.0%
Europa	1.6%	1.0 – 1.5%
Schweiz	2.4%	1.0 – 1.5%
Japan	0.0%	1.0 – 1.5%
China	6.5%	5.5 – 6.0%

USD-Anleihen als Alternative

Die Geldpolitik ist in den USA mit den Zinserhöhungen 2018 etwas straffer geworden. Auch für 2019 sind weitere Zinsschritte zu erwarten, in der Summe aber weniger als 2018. Obwohl die US-Notenbank den Preis des Geldes nur sehr langsam erhöht, zeigen sich die Entzugserscheinungen am Markt. Die Kreditaufschläge sind nach einer langen Phase auf historischen Tiefstständen wieder am Steigen. Dieser Trend dürfte sich 2019 fortsetzen. Generell meiden wir Kreditrisiken aufgrund der stark gestiegenen Verschuldung und

setzen nur auf hohe Qualität. Auch wenn etwas mehr Inflation Schuldner begünstigt, steigen angesichts der in den letzten Jahren angehäuften Schuldenlast vieler Unternehmen, aber auch Staaten, die Zinsaufwendungen. Möglicherweise werden auch in Europa erste, vorsichtige Zinsschritte erfolgen, dies dürfte aber frühestens im 2. Halbjahr 2019 der Fall sein. In den nächsten Monaten erwarten wir in Kerneuropa weiterhin negative Realrenditen und Anleihen bleiben in dieser Region unattraktiv. Wer dennoch auf nominelle Sicherheit

setzen will, sollte in den nächsten Monaten USD-Staatsanleihen mit kurzen Laufzeiten bevorzugen. Trotz flacher Zins-

kurve in den USA erwarten wir in den nächsten Monaten keine inverse Kurve.

Zinserwartungen	3 M-Zins (Libor)	Erwartung 3 – 6 M	10 J-Swap	Erwartung 3 – 6 M
USA	2.8%	Steigend	2.9%	Unverändert
Europa (D)	-0.4%	Stabil	0.8%	Unverändert
Schweiz	-0.7%	Stabil	0.4%	Unverändert
Japan	-0.1%	Stabil	0.2%	Unverändert

Asiatische Aktienmärkte attraktiv

Nach der Korrektur 2018 sind die Risikoprämien an den Aktienmärkten in einigen Regionen auf ein attraktives Niveau gefallen. Dies gilt u.a. für China oder den Dax. Für einen längerfristigen Bullenmarkt in chinesischen Aktien muss sich das Wachstum stabilisieren und die Stärkephase des USD zu Ende gehen. Beides erachten wir aus heutiger Sicht im Verlauf von 2019 als wahrscheinlich. Kurzfristig spricht bereits einiges für chinesische Aktien: Der Markt ist überverkauft, das Sentiment negativ und China hat den grössten Anteil im Schwellenländer ETF und würde so von Geldflüssen passiver Investoren profitieren, falls die Stimmung dreht.

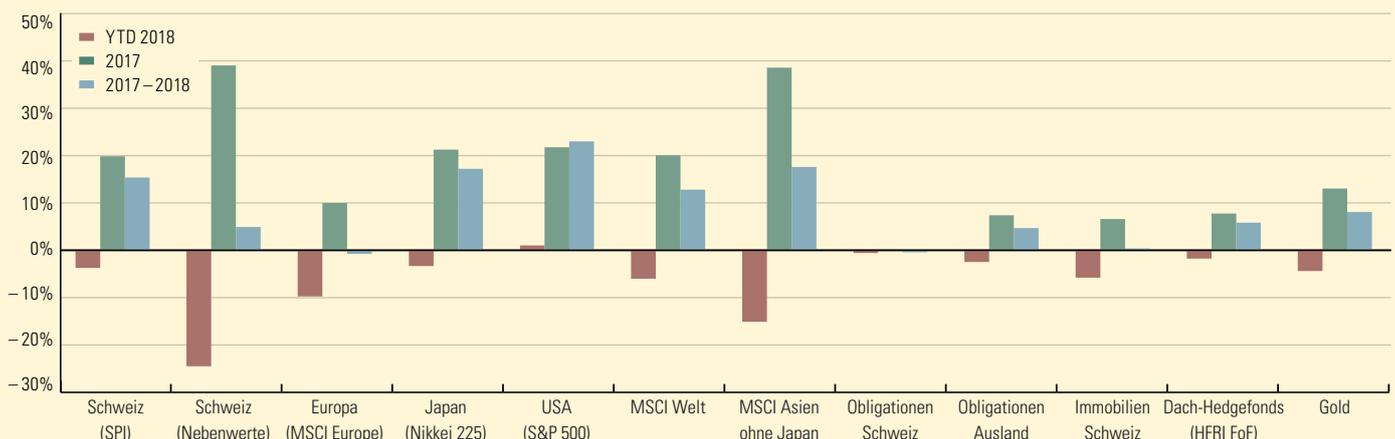
Aus Bewertungssicht ist der US-Aktienmarkt trotz Korrektur nach wie vor hoch bewertet. Hier befinden sich zwar viele

Qualitätsunternehmen, die erwarteten Renditen sind aber für diese Aktien nur noch marginal höher als bei US-Treasuries und deshalb weniger attraktiv. Bei US-Unternehmen droht nach den Anstiegen in den vergangenen Jahren zudem wieder etwas Druck auf der Margenseite. Die steigenden Lohnkosten dürften Bremsspuren hinterlassen. Der Markt erwartet bei US-Aktien ein Gewinnwachstum von 10% für 2019. Dies erscheint angesichts steigender Kosten ambitiös, weshalb wir andere Aktienmärkte den USA vorziehen. Insgesamt bleiben wir in Aktien leicht übergewichtet und präferieren die Aktienmärkte in Asien und Europa. Auf den US-Aktienmarkt sind wir in Summe vorsichtig, bleiben aber in einige Qualitätsaktien und Spezialthemen (z.B. Goldminen) weiterhin investiert.

Aktienmarkt	Indexstand (10.12.2018)	Kurs/ Gewinn	Kurs/ Umsatz	Kurs/ Buchwert	Div./ Rendite	Erwartung 3 – 6 Monate
S&P 500	2 633	16.1	2.0	3.2	2.0	Seitwärts
DAX	10 622	11.8	0.8	1.5	3.4	Steigend
SPI	10 271	16.7	1.8	1.9	3.3	Seitwärts
TOPIX	1 710	13.5	0.8	1.3	2.1	Seitwärts
China H-Shares	10 726	7.7	0.9	0.9	4.3	Steigend

**Kurz
notiert**

Bei hohen Marktschwankungen ist es wichtig, die lange Sicht zu pflegen. 2018 war kein gutes Anlagejahr und dies galt leider für alle Anlagekategorien. 2017 war es genau umgekehrt, alle Anlagen schlossen positiv. Dies hilft für das Anlageresultat des letzten Jahres wenig. Aber es belegt: Je länger der Zeitraum, desto stärker glätten sich diese Effekte. Oder anders: Bereits über zwei Jahre betrachtet, ist die Performance für praktisch alle Anlagekategorien positiv.



Quelle: Bloomberg (Stand 12.12.2018)

ANLAGEPOLITIK IM ÜBERBLICK

Robuster Portfolioaufbau essenziell in Zeiten erhöhter Volatilität

Anlageklasse	Positionierung							Kurz zusammengefasst:
	Min.	--	-	0	+	++	Max.	
Anleihen								<p>Negative Realrenditen in der Schweiz und in Kern-europa sind der Hauptgrund für das starke Untergewicht in dieser Anlageklasse. Daran wird sich in den nächsten Monaten auch nichts ändern. Die attraktivsten, risikoadjustierten Renditen sehen wir bei US-Anleihen. Da die US-Notenbank immer noch im Zinserhöhungsmodus ist, bevorzugen wir Qualitätsanleihen mit kurzen Laufzeiten.</p>
USA								
Europa								
Schweiz								
Emerging Markets								
Aktien								<p>Während des letzten Quartals 2018 mussten Aktien querbeet stark Federn lassen. Wir erachten die aktuellen Schwankungen als temporäre Korrektur und sind überzeugt, dass diese Anlageklasse weiterhin zu den attraktivsten Investitionsmöglichkeiten gehört. Die überverkaufte Situation am chinesischen Aktienmarkt öffnet den Raum für eine substantielle Gegenbewegung. Im hoch bewerteten US-Markt setzen wir auf Qualitätstitel mit konjunkturellem Rückenwind.</p>
USA								
Europa								
Schweiz								
Japan								
Asien/Emerging Markets								
Alternative Anlagen								<p>Erhöhte Unsicherheit an den Finanzmärkten gilt als Chance für aktive, flexible Makromanager, welche von starken Preisschwankungen profitieren können. Im Insurance-linked Bereich besteht nach der Schadensserie im Herbst (Hurrikane, Feuersbrünste) beachtliches Potenzial für ein Re-Pricing. Gold gilt weiterhin als Krisenhedge. Bei den Immobilien ist das Zyklushoch erreicht, was uns insbesondere für den Schweizer Heimmarkt vorsichtig stimmen lässt.</p>
Hedge Funds								
Insurance-Linked Securities								
Rohstoffe inkl. Gold/Silber								
Immobilien								
Währungen								<p>Wir erwarten bei den Währungen mittelfristig eine Entwicklung analog der jeweiligen Kaufkraftparitäten, obwohl die USD-Stärkephase schon weit fortgeschritten ist. Der EUR handelt zu einem Discount, welcher sich mit einer Beruhigung an der politischen Front etwas verringern könnte.</p>
USD								
EUR								
CHF								
Andere								

 Vorher
 Aktuell
 ← → Veränderung

Die detaillierte Anlagepolitik-Broschüre mit ausführlichen Markteinschätzungen können unsere Kunden gerne bei ihrer/m Kundenverantwortlichen anfordern, bzw. registrieren Sie sich hierfür bei nadine.vonwyl@reichmuthco.ch.

QUALITÄTSAKTIE: DIE ENTSCHEIDENDEN KRITERIEN

Bilanzoptimierung wirkt preistreibend. Ist dies ein Fallstrick für die Zukunft?

Trotz ultraexpansiver Geldpolitik verlief die wirtschaftliche Erholungsphase in den letzten Jahren schleppend. Viele Unternehmen nutzten die tiefen Zinsen zur günstigen Schuldenaufnahme und optimierten damit kurzfristig die Bilanz, anstatt zukunftsgerichtet in neue Projekte zu investieren (siehe Box). In einer spätzyklischen Phase mit steigenden Zinsen aber dreht der Wind, die Aktienselektion wird wichtiger. «Qualitätsaktien» ist ein breit verwendetes Wort und nicht jeder Anleger versteht darunter dasselbe. Was verstehen wir unter «Qualitätsaktien»? Aus unserer Sicht sind folgende Kriterien zentral:

- **Handlungsfähigkeit:** Die Unternehmen sind global aufgestellt und haben eine breite Kundenbasis. Dadurch bleiben sie flexibel und sind nicht von einer einzelnen Region abhängig. Stark regulierte oder vom Staat abhängige Geschäftsmodelle meiden wir.
- **Produkte & Marktstellung:** Die Produkte sind einzigartig, im täglichen Leben gefragt und nicht einfach substituierbar. Dies, gepaart mit der starken Marktstellung, gibt den Unternehmen die Möglichkeit, eine gute Marge durchzusetzen. Das bietet auch einen gewissen Inflationsschutz in schwierigeren Zeiten. Und es schlägt sich in hohen, wiederkehrenden Cash Flows nieder, welche entweder in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen an den Aktionär zurückfliessen oder in zukünftiges Wachstum investiert werden können. Eine durchschnittliche Rendite von 4–6% ist damit erreichbar.
- **Bilanzstruktur:** Ein besonders starkes Augenmerk gehört gerade im heutigen Umfeld mit künstlich tiefen Zinsen einer soliden Bilanzstruktur mit starker Eigenkapitalbasis und nachhaltigem Goodwill (keine heisse Luft). Diese gibt den Unternehmen eine solide Basis für schwierigere Zeiten. Die aktuelle Schuldenproblematik wird früher oder später in einer globalen Rezession oder Stagflation enden. Eine starke Bilanz ist hierfür unausweichlich, denn damit überstehen diese Unternehmen Rezessionen und sind in Stagflationsphasen weniger stark gegenüber einer steigenden Zinslast exponiert.

Dies ist keine abschliessende Liste, aber die genannten Kriterien sind mitunter die Wichtigsten, um Qualitätstitel für unsere Empfehlungsliste herauszuschälen. Die Präferenz der Kriterien variiert je nach Zyklus. In unserem Global Leaders Selektionsprozess legen wir aktuell besonderen Fokus auf nachhaltige Bilanzstrukturen. Besonders eindrücklich zu sehen ist diese

Stärke bei Schweizer Nebenwerten, wo eine grosse Anzahl der Unternehmen über eine Nettocash-Position verfügen.

US-Aktien im Sog der Bilanzoptimierung:

Gerade in den USA haben viele Unternehmen in den letzten Jahren die günstigen Zinsen genutzt, um neue Schulden zwecks Finanzierung von Aktienrückkäufen aufzunehmen. Dies hat zwar für viele Jahre zu erfreulichem Gewinnwachstum pro Aktie beigetragen, aber die Verschuldungsquote (siehe Grafik) wurde erhöht. Die Bilanzen sind damit exponierter in einem allfälligen Abschwung. Mit steigenden Zinsen im USD-Raum und den gestiegenen Aktienbewertungen rechnet sich solche Finanzakrobatik immer weniger. Unternehmen, deren Erfolg vor allem auf Bilanzoptimierung basiert und weniger auf operativer Exzellenz, versuchen wir daher zu meiden. Operative Exzellenz ist für die Ewigkeit, Bilanzoptimierung kommt und geht in Zyklen. Und in einer Korrektur ist gut geraten, hier nicht exponiert zu sein.

S&P 500 – Nettoschulden / EBITDA



Silvan Betschart
Asset Allocation und Research

MARKT-INTERVIEW MIT MARCEL SCHNYDER (CIO)

Wenig Erfreuliches im 2018 – positiver(er) Ausblick auf 2019

Nach bald einem Jahrzehnt starker Börsenentwicklung – insbesondere in den USA – haben viele Aktien im 2018 korrigiert. War dies absehbar?

In der Form nicht unbedingt, nein. Denn einerseits blieb die Wirtschaft solide wachsend und andererseits korrigierten eher jene Regionen, die bereits in den Vorjahren unter Druck standen. Damit, dass Aktienmärkte, besonders wenn sie schon etwas anspruchsvoll bewertet sind, mal 10% bis 15% korrigieren können, muss man allerdings immer rechnen. Die Erwartungshaltung an die Unternehmen war hoch und konnte kaum noch übertroffen werden. Daher ist es zentral, dass sich Anleger auch auf negative Überraschungen vorbereiten. Wir arbeiten mit verschiedenen, langfristigen Denkszenarien und gewichten deren Eintrittswahrscheinlichkeiten auf Quartalsbasis. Die Möglichkeit einer Wachstumsverlangsamung aufgrund steigender Zinsen und verstärkter Handelsbeschränkungen wurde frühzeitig erkannt und hatte auch Einfluss auf unsere Positionierung.

In welcher Form?

Wir hatten im Dezember 2017 die strategische Aktienquote aufgrund der gestiegenen Preisniveaus um 5% reduziert und Cash aufgebaut. Zusätzlich starteten wir mit einer Put-Absicherung ins Jahr. Schon länger legen wir unseren Fokus auf Qualität & Diversifikation der Anlageklassen und haben mit Ausnahme einiger kurzläufigen US-Anleihen hoch verschuldete Staatspapiere aus den Portfolios verbannt.

Die Highlights 2018?

Eindeutig die grosse Nachfrage und erfreuliche Performance bei unseren Inf-

rastrukturlösungen. Leicht positive Renditen lieferten ansonsten nur noch die Alternativen Anlagen: CAT Bonds und Hedge Funds. Bei den Aktien gab es einige titelspezifische Lichtblicke.

Was lief weniger gut?

Unsere Regionen-Allokation bei Aktien war 2018 eine Enttäuschung. Wir sind davon ausgegangen, dass US-Aktien bzw. insbesondere US-Technologiewerte aufgrund einer übertriebenen Erwartungshaltung und hoher Bewertungen unter Druck geraten könnten. Daher haben wir Regionen wie Europa und Asien stärker gewichtet. Zudem schmerzt die jüngste Korrektur bei Schweizer Nebenwerten trotz solider Positionierung und Ertragslage der Firmen.

Wie schätzt ihr die aktuelle Marktsituation ein: Gefährlich oder als Einstiegsgellegenheit?

Gefährlich, wenn man auf wenig nachhaltige Anlagestrategien und Trading-Ideen setzt. Die Marktteilnehmer sind verunsichert, Gefahren lauern überall und Firmen, aber vor allem auch Staaten, sind teilweise zu opportunistisch und zu kurzfristig orientiert. Für wertorientierte Anleger als Chance, weil qualitativ solide Unternehmen nach der Korrektur wieder zu attraktiven Preisen eingekauft werden können. In Regionen mit Negativzinsen gibt es kaum Alternativen zu Aktien.

Die besten Anlageideen 2019?

Aktien in Asien und Europa. Innerhalb Asien bevorzugen wir China, Indien und Vietnam. Zusätzlich erscheinen mir die Schweizer Nebenwerte nach der deutlichen Korrektur wieder attraktiv. Darüber hinaus sollte man, wenn immer

möglich, sein Portfolio auch für stürmischere Zeiten robust aufstellen. Das gelingt am Besten, wenn man bei möglichst allen Anlageentscheidungen Qualität bevorzugt und über Anlageklassen diversifiziert. Unsere Favoriten neben Aktien sind Infrastruktur-Investments, Insurance-Linked Securities, Gold und ausgewählte Hedge Fund-Strategien.

Welches sind die Hauptrisiken für eine noch weiter anhaltende Börsenkorrektur?

Ein Aufflammen der Schuldenkrise, überraschend stark steigende Zinsen oder eine Eskalation des Handelsstreits zwischen den USA und dem Rest der Welt. Unser Ausblick für 2019 ist aber durchaus positiv.

*Marcel Schnyder,
Chief Investment Officer*

Marktausblick 2019



«Novus ordo seclorum»

- Liberale Weltordnung ist im Rückwärtsgang
- Starke Länder dominieren ihren Interessenraum
- Länderallokation wird wichtiger

www.reichmuthco.ch

Neue Videos