

Renditejagd im Negativzinsumfeld: Tücken und Fallen

Die negativen Zinsen in der Schweiz zwingen Anleger zu mehr Risiko – der Fokus auf Kapitalerhalt geht dabei leicht verloren. Die Rendite eines gemischten Portfolios aus Obligationen und Aktien lässt sich auch ohne gravierende Risikohöherung verbessern.

Aufgrund der gesunkenen Zinsen notieren die meisten Obligationen in Schweizer Franken über Pari, d.h. über ihrem Rückzahlungspreis von 100%. Im SBI® Total AAA-BBB Index, welcher das Schweizer Investment Grade Universum repräsentiert, liegt der durchschnittliche Preis von Obligationen bei 113, bei einem durchschnittlichen Coupon von 1.8% und einer Restlaufzeit von 7.5 Jahren. Die Rendite auf Verfall lässt sich aus dem Coupon und der Preisveränderung bis zur Rückzahlung berechnen. Wegen des hohen Anteils an erstklassigen Schuldnern im Index ist sie mit -0.1% p. a. bereits negativ.

Negative Nachsteuerrenditen

Während die Couponzahlungen in der Schweiz der Einkommensteuer unterliegen, können Kursverluste nicht abgezogen werden. Dies führt bei hohen Preisen zu einer überproportionalen Verschlechterung der Verfallrendite nach Steuern. Rechnet man einen Grenzsteuersatz von 30% auf den Coupon mit ein, so reduziert sich die durchschnittliche Rendite im Index auf -0.7%. Wir empfehlen, hauptsächlich am Primärmarkt in Unternehmensanleihen zu investieren. Da neue Obligationen in der Regel um Pari emittiert werden, liefern diese auch nach Steuern noch positive Verfallsrenditen. Zur Verbesserung der Rendite können auch Fremdwährungsobligationen beigemischt werden. Vor allem in USD liefern Unternehmensanleihen noch attraktive Renditen. Grafik 1 zeigt, dass selbst nach Absicherung des USD Risikos mittels Devisentermingeschäften aktuell noch ein deutlicher Renditevorteil von einem Prozent gegenüber vergleichbaren Anleihen in CHF bleibt. Dies vor allem deshalb, weil Kreditrisiken im ausgetrockneten Schweizer Obligationenmarkt im Gegensatz zu den USA nicht adäquat entschädigt werden. Steuerlich ist eine solche Strategie leider nicht ganz optimal, da die Kosten für die Währungsabsicherung, welche sich aus den kurzfristigen Zinsdifferenzen zwischen USD und CHF zusammensetzen, nicht vom Coupon abgezogen werden können. Im Gegenzug finden sich in USD aber viele Obligationen unter Pari, mit denen bis Verfall steuerfreie Kapitalgewinne erzielt werden können.

Zu hohe Ausschüttungen an Aktionäre

Trotz allen Optimierungen können Obligationen aber nicht mehr die Renditen der vergangenen Jahre bringen. Die

Hauptlast der Einkommensgenerierung muss von den Aktien geschultert werden. Investoren greifen deshalb gerne zu Titeln mit hohen Dividendenrenditen. Hier ist allerdings Vorsicht angebracht. Die lockere Geldpolitik der Zentralbanken war eigentlich dazu gedacht, dass Firmen mit dem günstigen Kapital mehr investieren. Stattdessen haben diese in den letzten Jahren immer mehr Kapital an die Aktionäre zurückgegeben, mittels Dividenden und speziell in den USA auch über Aktienrückkäufe, was in Grafik 2 ersichtlich ist. Nach einer kräftigen Erholung von der Finanzkrise stagnieren die Gewinne der S&P500 Unternehmen seit 2011. Während die Investitionen der Unternehmen in längerfristige Anlagegüter (CapEx) mehr oder weniger proportional zu den Gewinnen verlaufen, wurden die Ausschüttungen stetig erhöht. 2015 überstieg die Summe der Aufwendungen für Dividenden und Aktienrückkäufe sogar erstmals die Gewinne, was mit exzessivem Schuldenaufbau und Substanzvernichtung einhergeht.

Gefahr von Dividendenkürzungen und Kapitalerhöhungen

Besonders gefährdet von dieser Entwicklung sind Firmen aus den Sektoren Telekommunikation, Medien, Detailhandel, Stromversorgung, Rohstoff und Energie. Bei Letztgenanntem kommt erschwerend hinzu, dass sich mit dem Zerfall des Ölpreises seit 2014 die Geschäftsaussichten stark eingetrübt haben. Trotz den Gewinneinbrüchen haben die meisten Energieunternehmen lange an den grosszügigen Ausschüttungen festgehalten, so dass heute die Gewinne nicht einmal mehr die Dividenden decken. Nach starken Kurskorrekturen lockt der Sektor nun mit rekordhohen Dividendenrenditen von durchschnittlich 4%. Sollte sich der Ölpreis aber längerfristig auf tiefem Niveau einpendeln, sind drastische Dividendenkürzungen und Kapitalerhöhungen unvermeidbar.

Qualität entscheidend

Dividendeninvestoren sollten deshalb unbedingt die Nachhaltigkeit von Ausschüttungen prüfen. Dabei ist neben der Ausschüttungsquote die Bilanzqualität zentral. Ein Ansatz zur Qualitätskontrolle ist der von uns verwendete Kriterienkatalog von Professor Joseph Piotroski. Darin erfolgt die Beurteilung eines Unternehmens anhand von neun Kennzahlen, die über die Entwicklung der Profitabilität, der betrieblichen Effizienz sowie über die finanzielle Gesundheit Aufschluss geben sollen.

Ohne eine solche Qualitätsprüfung hat sich eine auf Rendite fixierte Aktienauswahl in den letzten zehn Jahren dem Gesamtmarkt nicht als überlegen erwiesen. Der MSCI World High Dividend Yield Net Return Index erzielte in dieser Zeit bis Mitte April in Schweizer Franken gerechnet eine Perfor-

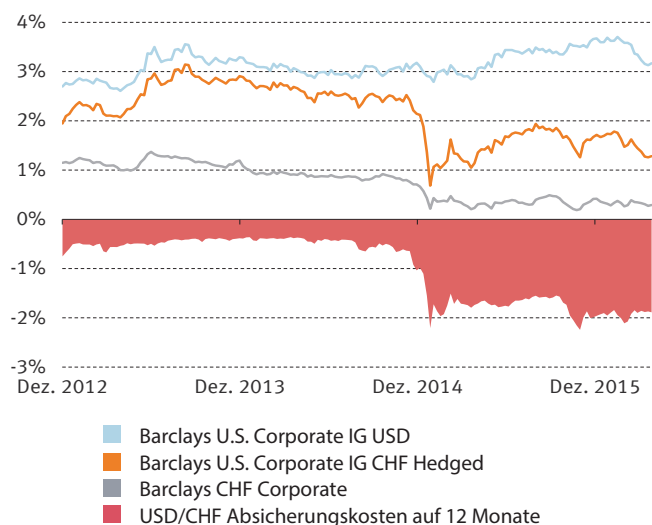
mance von 13.5%, der Gesamtmarkt gemessen am MSCI World Index dagegen knapp 16%. Auffällig ist, dass die vermeintliche Sicherheit hoher Dividenden die Anleger in Krisenzeiten nicht vor Verlusten schützt. Wie bei den Obligationen ist die Ausschüttung nur ein Teil der Gesamrendite. Oft wird die höhere Dividende durch Kursverluste kompensiert. Über die letzten zehn Jahre weist der Dividendenindex mit 20.3% p. a. gar ein höheres Risiko auf als der Gesamtmarkt mit 19.8%.

Minimum-Varianz erlaubt höhere Aktienquote

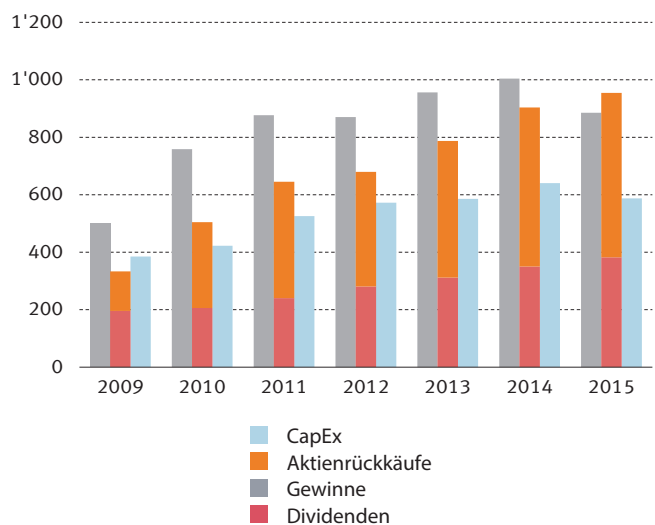
Unter dem Begriff des Risikos ist dabei die Volatilität bzw. Standardabweichung der Kursschwankungen zu verstehen. Wir empfehlen, dieses Risikomass ins Zentrum der Aktienauswahl zu stellen und sich dem Minimum-Varianz Konzept folgend auf risikoarme Titel zu fokussieren. Da sich solche Aktien typischerweise durch solide Bilanzen und wenig zyklische Gewinnentwicklungen auszeichnen, beinhaltet

dieser Ansatz bereits eine erste Qualitätskontrolle. Im MSCI World Minimum Volatility Index werden defensive Aktien in einem quantitativen Verfahren derart zusammengestellt, dass daraus ein möglichst geringes Gesamtrisiko resultiert. Über die letzten 10 Jahre wies der Index eine jährliche Volatilität von nur 16% auf und schwankt damit deutlich weniger als der Gesamtmarkt. Die klassische Finanzmarkttheorie basiert auf der Annahme, dass zur Erzielung einer höheren Rendite auch ein höheres Risiko in Kauf genommen werden muss. Die Entwicklung des Minimum Volatility Index offenbart aber ein wenig beachtetes Phänomen: Defensive Aktien verlieren nicht nur weniger in Krisenzeiten, sie haben den Markt mit einer CHF Performance von knapp 44% auch über einen vollen 10 Jahres Zyklus klar geschlagen. Vor allem aber ermöglicht eine defensive Aktienauswahl in einem gemischten Portfolio mit vorgegebenem Risikobudget eine höhere Aktienquote. Der magere Renditebeitrag von festverzinslichen Anlagen fällt so weniger stark ins Gewicht.

Grafik 1: Quellen: S&P Dow Jones Indices, Bloomberg



Grafik 2: Quellen: Barclays, Bloomberg
Mrd. USD



Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
Telefon +41 61 286 66 66 | Fax +41 61 272 24 38
contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch