

# FINANZ und WIRTSCHAFT

**www.fuw.ch**  
Mittwoch, 24. Oktober 2018  
Nr. 83 / 91. Jahrgang  
AZ 8021 Zürich  
**Fr. 6.20 | € 5.90** (im Ausland)

## Im Dax geht der Bär um

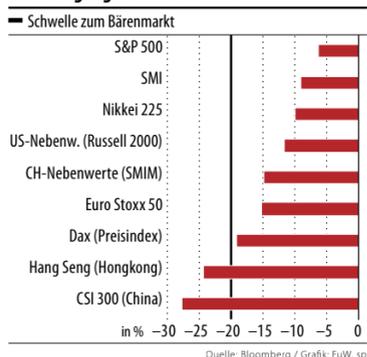
Es sind keine einfachen Zeiten für Anleger: Steigende US-Zinsen, der Handelsstreit und viele offene Fragen zu Chinas Konjunktur drücken auf die Stimmung. Das spüren auch die Aktien von Unternehmen aus Deutschland und der Schweiz, auch wenn hier die Wirtschaft in Top-Form ist. Der Swiss Market Index hat im Jahresverlauf über 6% eingebüsst.

Doch im Vergleich zum deutschen Aktienmarkt ist das nichts. Dort kann man bereits von einem Bärenmarkt reden, wenn man sich an die gängige Definition eines Kursrückgangs von 20% hält. Denn seit dem Höhepunkt am 23. Januar hat der deutsche Aktienindex 19,5% verloren. Die Schwelle zum Bärenmarkt ist so gut wie erreicht. Das gilt allerdings nur für den Dax-Kursindex, denn der Dax, den die deutschen Anleger üblicherweise im Auge haben, ist ein Performance-Index, bei dem die Dividenden dazugerechnet werden. Er ist seit dem Höhepunkt 17% im Minus. Unter die Räder gekommen sind nicht nur die Autowerte Continental (-45%) und Daimler (-30%), sondern auch die grossen Chemietitel Bayer (-35%) und BASF (-29%). Mehr als ein Drittel an Wert verloren haben auch Deutsche Lufthansa, HeidelbergCement und Deutsche Bank. Und während sich amerikanische Tech-Aktien relativ gut schlagen, wurde Inflation (-31%) die Korrektur im Halbleiterssektor zum Verhängnis.

Der Dax-Kursindex ist damit der schlechteste Index aus den entwickelten Volkswirtschaften in diesem Jahr. Selbst der italienische Aktienmarkt hat seit Anfang Jahr weniger verloren, auch wenn er sich seit dem Absturz im Mai ebenfalls in einem Bärenmarkt befindet, was angesichts der Budgetkrise und der Dominanz der Finanztitel im Index nicht überraschend kommt. Schon länger in der Baisse sind die Börsen in China und Hongkong. Seit ihrem letzten Höchst haben der Hang Seng, der CSI 300 und der Shanghai Composite ein Fünftel oder mehr verloren, was auch den Finanzmedien nicht entgangen ist. Dagegen kommt die Schwäche des Dax wegen seiner Konstruktion als Performance-Index eher versteckt daher.

In den USA kümmert der Börsen-Bär bisher nur wenige. Die Aktien der grosskapitalisierten Unternehmen im S&P 500 halten sich gut. Anders sieht es im Bereich der Nebenwerte aus. Sie haben seit dem letzten Höhepunkt 12% verloren. In der Schweiz ist es ähnlich: Wenn derzeit in einem Bereich ein Bärenmarkt droht, dann bei den kleineren Aktien. **PR**

### Kursrückgang seit letztem Höchst



### Praktikus

Orascom laufen heiss Seite 15

### Börse Schweiz

Nestlé sind widerstandsfähig Seite 33

### Monitor

Wo Kurskapriolen bevorstehen Seite 34

## Gold ist zurück

Mit der zunehmenden Nervosität an den Börsen ist das Edelmetall wieder gefragt.



**G**old gibt Lebenszeichen von sich. Während die globalen Aktienmärkte zuletzt gehörig unter Druck standen, zeigte der Goldpreis endlich wieder nach oben. Nachdem es lange um die Marke von 1200 \$ pro Feinunze gedümpelt hat, handelt das Metall inzwischen bei rund 1230 \$.

Aufgeschreckt wurden die Anleger dadurch, dass Aktien und Staatsanleihen jüngst gleichzeitig an Wert verloren. Denn üblicherweise legen Bonds zu, wenn die Börsen absacken. Doch diesmal versagten

die Anleihen als Absicherung. Angesichts sportlicher Aktienbewertungen und niedriger Zinsen könnte diese Konstellation den Investoren in den kommenden Jahren öfters blühen, befürchtet Peter Frech, Manager des Quantex Strategic Precious Metal Fund. Da bietet sich Gold zur Diversifikation an.

Doch die Anleger sind weiterhin skeptisch, wie sich anhand von Positionierungsdaten belegen lässt. Noch vor kurzem waren Marktteilnehmer so negativ eingestellt wie letztmals vor fünfzehn Jah-

ren. Vor diesem Hintergrund ist die jüngste Aufwärtsbewegung des Goldpreises positiv zu werten. Unterstützung erhielt Gold von offizieller Seite: Die Nachfrage von den Zentralbanken zeigt seit einiger Zeit wieder nach oben. So hat etwa die ungarische Notenbank in der ersten Hälfte dieses Monats ihren Goldbestand von 3,1 auf 31,5 Tonnen verzehnfacht. Ein zusätzlicher Grund, der für Gold spricht, ist die Gefahr einer US-Rezession. Warnende Stimmen sind zuletzt lauter geworden. Gold könnte also weiter zulegen. **SEITEN 3,17**

## Bergbahnen rüsten auf

Das Wettrüsten in den Bergen geht weiter. Nach einem Jahrhundertssommer nutzen die Bergbahnbetreiber den goldenen Herbst, um Bauarbeiten an Bahn- und Liftanlagen voranzutreiben. Sie sind Teil von Millioneninvestitionen, mit denen die Feriendestinationen in den Alpen ihre Position im Wettbewerb zu stärken versuchen. So läuft sechshundert Meter über dem Oberalppass der Endspurt im Bau der Bergstation des Schneehüener-Express, der Gondelbahnverbindung der Skigebiete Andermatt und Sedrun. 130 Mio. Fr. investieren die Bergbahnen in die Skiarena, die ganz im Osten noch einen Anschluss an das Skigebiet Disentis erhält. **SEITE 13**

## Schwellenländerrisiko

Abwertung belastet einzelne Schweizer Unternehmen.

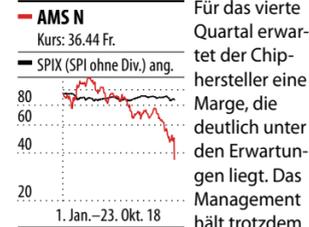


10% des Umsatzes. Doch wegen der Währungsschwäche ist die Nachfrage nach den Spinnmaschinen des Schweizer Herstellers stark zurückgegangen. Viele Stoffhersteller haben ihre Investitionen in

ausländische Güter zurückgefahren. Das spiegelt sich im Aktienkurs von Rieter. Seit Januar hat er sich beinahe halbiert.

Auch in Brasilien und Argentinien kämpfen einige Schweizer Gesellschaften mit der schwachen Lokalwährung: Für Nestlé rechnen Analysten mit einem stark negativen Wechselkurseffekt für das laufende Jahr, bei LafargeHolcim dürften Umsatz und Gewinn ebenfalls tiefer ausfallen als erwartet. Eine Erholung ist derzeit zwar nicht in Sicht. Doch für die meisten Unternehmen gehören solche Bewegungen zum normalen Geschäft. Entsprechend sind die Risiken für Anleger bisher überschaubar. **SEITE 5**

## AMS schwächelt



Für das vierte Quartal erwartet der Chiphersteller eine Marge, die deutlich unter den Erwartungen liegt. Das Management hält trotzdem an seinem Optimismus fest. Die Börse wird skeptischer, was die Wachstumsaussichten angeht. **SEITE 9**

## Kein Plan bei GAM

Die Aktien des Asset Managers brechen weiter ein. Die Führung verspricht zwar, Massnahmen einleiten zu wollen. Wie diese aussehen sollen, bleibt aber offen. **SEITE 6**

## Höhere Messlatte für Schindler

Die Hürden für Schindler werden zunehmend höher. Die Investoren quittieren das Ergebnis des dritten Quartals mit Abgaben. **SEITE 10**

## Die günstigsten Kreditkarten

Im «Finanz-Check» werden die Gebühren für Kreditkarten verglichen. Die Unterschiede vergleichbarer Angebote sind frappant. **SEITE 14**

## Hohe Erwartungen

Seit Jahresbeginn haben sich die Bewertungsniveaus diverser Aktienmärkte verringert. Doch die Gewinnprognosen, die diesen Bewertungen zugrundeliegen, sind hoch – womöglich zu hoch. **SEITE 19**

### Unternehmen

Alphabet	24	Linde	33
AMS	9, 15, 35	Logitech	9
Aryzta	13	National Grid	33
Avaloq	8, 15	Nestlé	5, 35
Bayer	33	Novartis	35
Bucher	5	Orascom	15
BVZ	13	Poentia	10
Ceva	11	Rieter	5
Comcast	24	Roche	35
Dottikon	35	Schindler	10, 35
DSV	11	Seagate	24
Dufry	5	Sika	11
Facebook	24	Swissquote	15
GAM	6, 15, 35	Swiss Re	6, 35
Geberit	11	Temenos	15
Idorsia	11, 35	Titlis-Bahnen	13
Julius Bär	35	Twitter	24
Jungfrau	13	UBS	35
LafargeH	5, 35	Zehnder Gr.	5



**Schwankende Märkte. Erfahren beurteilt.**

**FINANZ und WIRTSCHAFT**  
fuw.ch

Albin Kistler



**EIGENE METHODEN**

Verlässliche Fakten schaffen, statt einfach Marktkonsens übernehmen.

Wir halten Wort.



SWISS FUND MANAGEMENT

Swiss Strategie – dynamisch

Performance 2017 +29.54 %  
ISIN LU1066593382 YTD -10.81 %

SFM - Vorsorgefonds

Performance 2017 +14.52 %  
ISIN CH0328863318 YTD -12.41 %

www.swissfundmanagement.swiss

# Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 34

- 19 Zuversichtliche Gewinnerwartungen
- 21 Italien bleibt auf Kollisionskurs
- 21 Kanadas Boom mit Hindernissen
- 24 «Zu viel Optimismus in den Kursen»

## Gold meldet sich zurück

Obwohl von vielen Anlegern verschmäht, gibt das gelbe Metall Lebenszeichen von sich. Angesichts der globalen Risiken scheint ein Zukauf sinnvoll.

SANDRO ROSA

**T**otgesagte leben länger. Hat der Goldpreis dieses Jahr lange kaum auf die zunehmenden Handelsspannungen, die negativen Nachrichten aus den Schwellenländern oder die politischen Risiken in Italien reagiert, zeigt er jüngst eine bemerkenswerte Erholung (vgl. Grafik). Nun scheint die Marke von 1200 \$ pro Feinunze überwunden und der Ausbruch nach oben möglich.

Denn mittlerweile scheinen die Anleger den globalen Risiken grössere Aufmerksamkeit zu schenken und den Versicherungsschutz des gelben Metalls wieder zu schätzen. Mit grosser Wahrscheinlichkeit ist die Börsenschwäche seit Anfang Monat mitverantwortlich, verstärkt noch durch das atypische Verhalten der Staatsanleihen: Diese verloren im Gleichschritt mit den Aktien an Wert – damit blieb der übliche stabilisierende Einfluss der Bonds aus. Normalerweise legen Staatsanleihen zu, wenn Aktien nachgeben. Kein Wunder, halten Anleger nun nach neuen sicheren Häfen Ausschau.

Diese Konstellation, dass sowohl Aktien als auch Anleihen an Wert einbüßen, könnte den Investoren für die kommenden Jahre blühen, befürchtet Peter Frech, Manager des Quantex Strategic Precious Metal Fund. Denn Aktien seien teuer, und die Staatsanleihen befänden sich in einer Blase. Da bietet sich Gold zur Diversifikation an. «Gold ist am wenigsten korreliert mit anderen Anlageklassen und bietet dadurch den besten Schutz vor Verlusten», sagt der Experte. Doch ist die jüngste Aufwärtsbewegung des Goldpreises tatsächlich nachhaltig?

### Spekulant meiden Gold

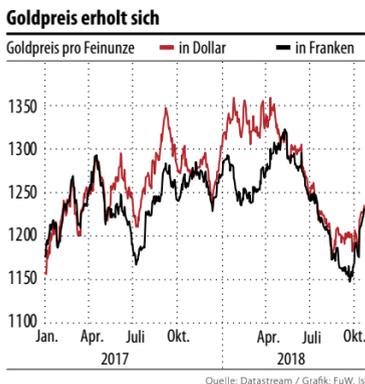
Einige Gründe sprechen dafür – etwa die nach wie vor ausgeprägte Skepsis der Anleger. Denn das so genannte «Smart Money» – unter diesem Begriff werden Hedge Funds und andere professionelle Anleger zusammengefasst – wettete noch bis vor zwei Wochen massiv auf weiter fallende Preise (vgl. Grafik unten links). Dieses Phänomen liess sich letztmals im Jahr 2001 beobachten, als sich das Platzen der Technologieblase abzeichnete. Kurz darauf setzte bei Gold ein eindrücklicher Bullenmarkt ein.

Wegen der zuletzt steigenden Notierungen mussten die Profis wohl ihre Shortpositionen mit Zukäufen decken, was die Kurserholung begünstigte. Im Vergleich zur durchschnittlichen Positionierung der vergangenen fast zwanzig Jahre lässt sich aber weiterhin eine grosse Abneigung gegenüber Gold feststellen. Diesen Befund bestätigt Joni Teves, Strategin bei UBS, in einem Marktcommentar. Sie ist überzeugt, es brauche nur wenig, damit der Goldpreis weiter steigt: «Die einseitige Positionierung macht den Markt



BILD: BLOOMBERG

Die zunehmende Nervosität an den Märkten unterstützt den Goldpreis.



besonders anfällig für Aufwärtsbewegungen.» Daran haben die jüngsten Zukäufe der Profis nichts geändert.

### Notenbanken kaufen

Unterstützung erhielt Gold auch von offizieller Seite: Die Nachfrage von den Zentralbanken zeigt seit einiger Zeit wieder nach oben.

So hat etwa die ungarische Notenbank in der ersten Hälfte dieses Monats ihren Goldbestand von 3,1 auf 31,5 Tonnen verzehnfacht – das entspricht einer Zunahme von 120 Mio. auf 1,2 Mrd. Fr. Das ist im internationalen Vergleich zwar kein gewaltiger Betrag, aber es zeigt, dass die Liste mit Zentralbanken, die ihre Goldreserven erstmals seit langem wieder aufstocken, zusehends länger wird: Die Währungshüter in

Polen, Ägypten, Indien, Indonesien, Thailand und den Philippinen gehörten jüngst ebenfalls zu den Käufern. Hinzu kommen die konstanten Abnehmer wie etwa die russische Notenbank, die gemäss Vermögensverwalter Incrementum allein in diesem Jahr 107 Tonnen Gold gekauft hat.

Allerdings gibt es auch Gegenwinde. So erwartet das Gros der Investoren weiterhin einen stärkeren Dollar. Das ist schlecht für Gold, dessen Preis sich typischerweise gegenläufig zum Dollar entwickelt (vgl. Grafik unten in der Mitte). Der Grund: Das Metall wird in Dollar gehandelt. «Wenn der Dollar steigt, wird Gold ausserhalb des Dollarraums teurer und entsprechend sinkt die Nachfrage», sagt Beat Schiffhauer von der St. Galler Kantonbank.

Doch ob der Dollar tatsächlich weiter zur Stärke neigt, ist alles andere als gewiss – zumal die positiven Erwartungen eingepreist sein dürften. Hinzu kommt die politische Komponente, wie es Louis-Vincent Gave auf den Punkt bringt: «Ich sehe nicht ein, weshalb die Entscheidung Washingtons, dem Rest der Welt den Mittelfinger zu zeigen, just wenn das US-Budgetdefizit durch die Decke schießt, positiv für den Dollar sein soll.» Damit spielt er auf die von US-Präsident Donald Trump angezeigten Handelsdispute an, aber auch auf die Tendenz, dass die USA ihre Währung zunehmend als Waffe verwenden, um Sanktionen global durchzusetzen. Dadurch steigt das Bedürfnis vieler Staaten, ihre Dollarabhängigkeit zu reduzieren.

Während Russland und China bereits

seit einiger Zeit Alternativen zum Greenback suchen, sendet mittlerweile auch Europa erste solche Signale aus. So echauffierte sich EU-Kommissionschef Jean-Claude Juncker kürzlich darüber, dass europäische Unternehmen, wenn sie europäische Flugzeuge kaufen, diese in Dollar und nicht in Euro bezahlen. Solche Bestrebungen dürften sich mittelfristig negativ auf den Dollar auswirken – wovon der Goldpreis wiederum profitieren sollte.

### Rezessionsversicherung

Ein zusätzlicher Grund, der für Gold spricht, ist die Gefahr einer drohenden US-Rezession. Warnende Stimmen sind zuletzt lauter geworden: So verkündete Ray Dalio, Gründer des Hedge Funds Bridgewater Associates, kürzlich, dass er in den nächsten zwei Jahren mit einem Konjunkturabschwung rechne. Der an der New Yorker Stern School of Business lehrende Finanzprofessor Nouriel Roubini stiess ins gleiche Horn.

Gold hat sich in Rezessionsphasen oft als erstaunlich gute Absicherung erwiesen, wie eine Auswertung von Ronald-Peter Stoferle und Mark Valek von Incrementum zeigt. In den vergangenen sechs US-Rezessionen legte der Goldpreis jeweils zwischen 1 und fast 80% zu (vgl. Grafik unten rechts) – während die meisten übrigen Vermögenswerte zum Teil massive Verluste erlitten. Peter Frech von Quantex resümiert: «Gold als Versicherung ist aktuell – wie so oft nach langen Bullenphasen – relativ günstig zu haben.»

## Minen – riskant, aber günstig

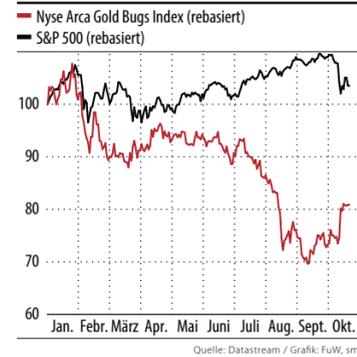
Anleger, die einen höheren Goldpreis erwarten, haben nicht nur die Möglichkeit, in Goldbarren oder -ETF zu investieren, sondern können auch auf Aktien von Goldförderern setzen. Diese Strategie ist allerdings ungleich riskanter und will deshalb gut überlegt sein. Denn die Kurse von Goldminentiteln reagieren wegen ihres operativen Hebels äusserst sensibel auf Veränderungen des Goldpreises. Hinzu kommen politische und unternehmerische Risiken.

**In den vergangenen fünf Jahren waren die Ausschläge des wichtigsten Barometers, des NYSE Arca Gold Miners Index, rund zweieinhalbmal so stark wie diejenigen des Goldpreises.** Legte Letzterer in einem Monat 10% zu, gewannen die Minentitel typischerweise 25% – und umgekehrt.

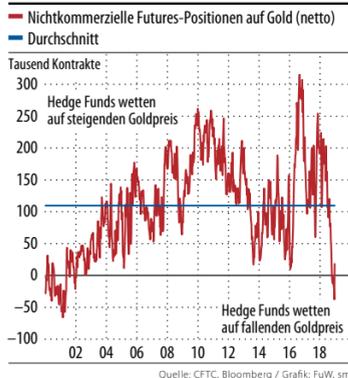
Peter Frech, Fondsmanager bei Quantex, empfiehlt deshalb margenstarke Goldförderer mit solider Bilanz: «Da die gesamte Branche bereits ein hohes operatives Leverage aufweist, kann ein zusätzlicher finanzieller Hebel verheerend sein.» Zu den soliden Unternehmen zählt er unter anderem die australischen Minenbetreiber Northern Star Resources, Regis Resources und St. Barbara oder die in London kotierte Centamin.

Für Investoren, die das Risiko nicht scheuen, stehen die Chancen für eine erfreuliche Entwicklung deutlich besser als auch schon. Nach Jahren des Zurückbleibens – von seinem Höchst 2011 hat der Gold Bugs Index 75% seines Werts eingebüsst – sind Goldförderer sowohl relativ zum US-Leitindex S&P 500 als auch im Verhältnis zum Goldpreis sehr günstig bewertet. **Vergleicht man die wichtigsten Bewertungskennzahlen mit dem Weltaktienindex, zeigt sich, dass Goldminen im unteren Bereich der historischen Bewertungsspanne handeln.** Die jüngste Kursbewegung war ebenfalls erfreulich: Während der S&P 500 deutlich nachgab, vermochte der Gold Bugs Index, Terrain zu gewinnen (vgl. Grafik).

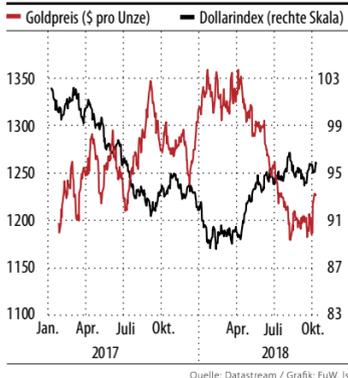
### Goldminen holen auf



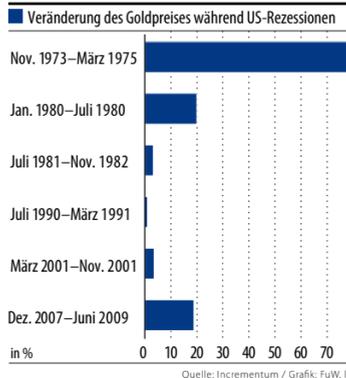
### Hedge Funds mögen kein Gold



### Starker Dollar, schwacher Goldpreis



### Rezessionsschutz Gold



**EIN GLOBALER MARKTFÜHRER IM TRADING MIT SCHWEIZER KNOW-HOW.**

Entdecken Sie Ihre nächste Gelegenheit mit der weltweiten Nr. 1 im CFD-Handel.\*

Erfahren Sie mehr auf [IG.com](http://IG.com)

**IG.com**

AKTIEN | FX | INDIZES | ROHSTOFFE

\* Grösster CFD-Anbieter nach Umsatz, exklusive FX (veröffentlichter Geschäftsbericht, Februar 2018)