

20.04.2015

RFINANZ News

Geschätzte Leserinnen, geschätzte Leser

Gerne informieren wir Sie über das aktuelle Marktgeschehen inkl. Rückblick über das vergangene erste Quartal 2015 bis zum 20.04.2015 sowie unsere Einschätzung zu den nächsten Monaten.

Rückblick

Aus Schweizer Sicht gab es im 1. Quartal 2015 ein Hauptereignis. Es war die Aufhebung der Euro-Untergrenze am 15. Januar durch die Nationalbank und die Senkung der Zinsen deutlich in den negativen Bereich. Der Franken hat sich sofort gegenüber allen anderen Währungen stark aufgewertet, was in den Portfolios mit Fremdwährungen leider Spuren hinterliess. Bei den Schweizer Aktien wurden die negativen Folgen der Franken-Aufwertung sofort in den Kursen ersichtlich. Der Swiss Market Index verlor 15% an Wert. Ein etwas schwächerer Franken und die generell positive Stimmung für Aktien halfen jedoch, den Kursverlust innert drei Monaten wieder in den positiven Bereich zu drehen. Keine Korrektur der Marktbewegung erfolgte dagegen bei den Zinsen. Der Aufwertungsschock durch die Aufgabe des Mindestwechsellkurses ist hier noch nicht verdaut. Die Renditen der zahlungskräftigeren Schuldner sind bis in den Bereich von 8 Jahren Laufzeit noch immer negativ. Ein bemerkenswertes Ereignis konnte man am 12. März beobachten. Seit der Zinssenkung durch die SNB findet zwar ein reger Sekundärmarktthandel mit negativ rentierenden Papieren statt, Neuemissionen mit Minusrenditen waren aber bisher vor allem auf Eidgenossen beschränkt. Die einzige Ausnahme stellte bis dato eine Emission der ZKB dar. Mit der Emission einer zweijährigen Anleihe durch Mondelez International (unter anderem Inhaber der Marke Toblerone) wurde erstmals eine Unternehmensanleihe mit einer Rendite auf Verfall von sage und schreibe 0.0 % platziert. Und das bei einem Rating von «lediglich» Baa1/BBB/BBB.

Das neueste Bond-Kauf-Programm der EZB hat zusätzlich zu einer Abwertung des Euro gegen US-Dollar und Franken geführt. Die Erholung des US-Dollar entschärft zwar den Anpassungsdruck für die Schweizer Unternehmen etwas, die wichtigsten Aussenhandelspartner befinden sich aber im Euroraum.

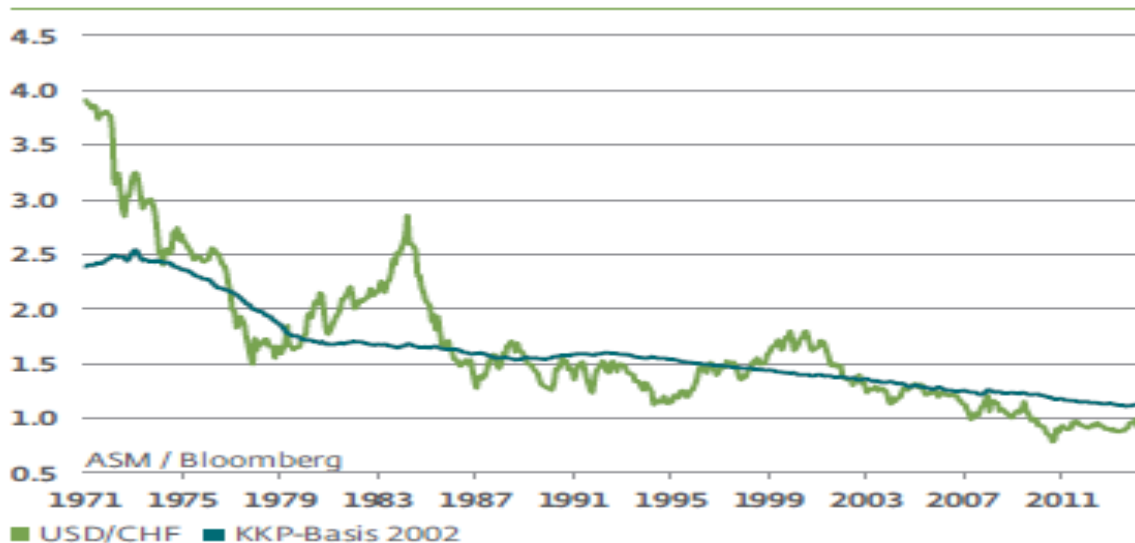
Ausblick

Währungen aus strategischer und taktischer Sicht

Die Entscheidung der Schweizerischen Nationalbank, die Euro-Untergrenze aufzuheben, hat bekanntlich zu einer kräftigen Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber allen wichtigen Währungen geführt. Es stellt sich unweigerlich die Frage, wie mit Fremdwährungsrisiken in der Vermögensverwaltung umzugehen ist. In der Vermögensallokation macht es durchaus Sinn, die Fremdwährungsrisiken nicht vollständig abzusichern. Investiert man beispielsweise in ein global ausgerichtetes Unternehmen wie Nestlé, trägt der Anleger indirekt Währungsrisiken. Diese Währungsrisiken werden allerdings grösstenteils neutralisiert, da häufig nicht nur die Umsätze in Fremdwährungen generiert werden, sondern auch die Kostenbasis in der jeweiligen Fremdwährung anfällt. Der aktuell starke Schweizer Franken führt also einerseits dazu, dass weniger exportiert wird. Andererseits profitieren international aufgestellte Unternehmungen von tieferen Produktionskosten im Ausland und von tieferen Vorleistungskosten aus dem Ausland. Misst man die Volatilität von währungsgesicherten und nicht währungsgesicherten globalen Aktienportfolios, so stellt man lediglich geringe Differenzen fest. Die strategisch vollständige Währungsabsicherung eines breit diversifizierten und globalen Aktienportfolios wäre sogar kontraproduktiv. Bei Fremdwährungsanleihen finden allerdings die oben beschriebenen und ausgleichenden Zahlungsströme nicht statt. Diese Forderungen in ausländischer Valuta sind

vollständig den Währungsschwankungen ausgesetzt. Langfristig erzielen zwar Fremdwährungsanleihen in Schweizer Franken eine ähnliche Rendite wie der Heimmarkt, allerdings mit einem deutlich höheren Risiko. Es lohnt sich, in diesem Segment die Fremdwährungsrisiken strategisch deutlich zu reduzieren und das frei gewordene Risikobudget für die Beifügung anderer Renditetreiber zu nützen. Die Umsetzung dieser Erkenntnisse führte in unserer Portfoliokonstruktion dazu, dass wir seit 2014 die Fremdwährungsquote aus Sicht der Referenzwährung immer mehr abgesichert haben. Die restliche Quote unterliegt aber weiter den kurzfristigen Währungsschwankungen. Die jüngsten Entwicklungen an den Devisenmärkten haben aus Schweizer-Franken-Sicht die Portfoliorendite belastet. Für die taktische Währungspositionierung kann die Kaufkraftparität (KKP) herangezogen werden. Die KKP zeigt, wie hoch der Wechselkurs sein müsste, damit die Währungen dieselbe Kaufkraft haben, um denselben Warenkorb in den jeweiligen Währungsräumen zu kaufen. Aktuell ist die Abweichung der KKP zwischen dem US-Dollar und dem Schweizer Franken hoch und beträgt rund 20 %. Dasselbe gilt auch für die KKP zwischen dem Euro und dem Schweizer Franken. Empirische Untersuchungen zeigen, dass Währungen über etwa fünfjährige Zyklen zu ihrer KKP zurückkehren. Die Grafik unten zeigt die Währungsentwicklung innert fünf Jahren in Abhängigkeit ihrer Abweichung zur Kaufkraftparität. Fremdwährungsgewinne sind demnach aufgrund der aktuellen Bewertung auf mittlere und längere Frist wahrscheinlich, wenn auch die Aufwertung nicht gleichmässig, sondern eher in Schüben erfolgen wird. Aufgrund der Negativzinsen am CHF-Kapitalmarkt und dem überbewerteten Schweizer Franken empfehlen wir taktisch, die Fremdwährungsrisiken nicht weiter gegenüber dem Schweizer Franken abzubauen.

USD/CHF und Kaufkraftparität



Aktien

Bedeutende Aktienmärkte erklommen in den letzten Wochen neue Rekordstände, darunter der S&P 500, der DAX oder auch der britische FTSE 100, bevor sie am 17.04.2015 stärker unter Gewinnmitnahmen litten. Selbst der Schweizer Aktienmarkt konnte die Verluste wettmachen, die nach der Aufgabe der Euro-Untergrenze aufliefen. Ein Blick auf die Kursentwicklung des MSCI Welt (in USD) mag auf den ersten Blick enttäuschen, gewann der Index doch nur gerade rund 3.47% seit Jahresbeginn. Die anhaltend starke Entwicklung des USD seit nun bald einem Jahr vernichtet somit die Kursgewinne, die in schwächeren Währungen erzielt wurden. Dasselbe Bild präsentiert sich in gewissem Masse auch bei der weltweit aggregierten Unternehmensgewinnentwicklung. Das Abrutschen der Gewinnprognosen von +8 % auf nur mehr gerade +3 % innerhalb weniger Wochen ist aber vor allem auf die beschleunigte Gewinnerosion im Energiesektor zurückzuführen. Mittlerweile gehen die Analysten für das laufende Jahr von einem

Gewinnrückgang von rund 50 % für den gesamten Sektor aus. Auf Ebene der Regionen zeigt sich eine heterogene Entwicklung. Während in den USA und Europa die Gewinnwachstumsraten weiter reduziert wurden, legte die Gewinnprognose für den pazifischen Raum, insbesondere jene Japans, wieder zu. Die heftigen Währungsbewegungen liessen die Schätzungen für den Schweizer Markt auf -3.6 % schmelzen. US-Unternehmen nutzten die Berichterstattung zum vergangenen vierten Quartal, um ihre eigenen Gewinnprognosen für das laufende Jahr nach unten zu korrigieren. Die nordamerikanischen Unternehmen vermochten in den letzten fünf Jahren ihre Gewinne enorm zu steigern. Diese insgesamt sehr positive Entwicklung scheint jetzt aber doch an Dynamik zu verlieren. Der starke USD hinterlässt bereits Bremsspuren in den Erfolgsrechnungen und wir erwarten, dass sich diese Entwicklung in den nächsten Quartalen noch akzentuiert. Anderen Märkten, wie z.B. Japan und Europa, kommt die eigene schwächere Währung zu Hilfe und wir erwarten eine deutlich bessere Gewinnentwicklung. Wir werden die Gewichtung des pazifischen Marktes zulasten von Nordamerika leicht erhöhen. Die Positionierung in den europäischen Märkten werden wir auch noch weiter verstärken, auch wenn die Börsenplätze nach den letzten Kursgewinnen kurzfristig etwas überkauft erscheinen und gewisse Aktienmärkte sich im Bereich ihrer fairen Werte und manche schon darüber bewegen.

Die aktuellen Umstände bleiben aussergewöhnlich

Wir sind der Meinung, dass die aussergewöhnlichen Umstände sowohl in den USA als auch in Europa, nämlich Niedrigzinsen und ausreichender Liquiditätszufuhr weiter zu einem Anlagenotstand führen. Diese Umstände haben kein historisches Vorbild, daher wäre es auch keine Überraschung, wenn die wichtigen Indizes auch noch längere Zeiten über ihren fairen Werten nach oben laufen könnten. Ebenso wie der S&P 500 hat auch der DAX nun drei aufeinanderfolgende Hausse-Jahre hinter sich. Statistisch gesehen müsste dieses Jahr daher ein Baisse-Jahr werden. Doch so einzigartig wäre ein Hausse-Jahr im 2015 nun auch wieder nicht. Beide Indizes erlebten bereits zwei Mal zuvor eine je fünfjährige Hausse, zuletzt von 2003 bis 2007, und davor von 1995 bis 1999.

Wir sind der Meinung, dass unsere Signale genau verfolgt werden müssen und wir über die Sommermonate von grösseren Schwankungen betroffen werden könnten. Doch wir sprechen dann von *Korrekturen* und sehen vorerst in diesem Umfeld noch keine Gefahr für eine tief greifende *Baisse*. Entsprechend vorsichtiger muss man bei der Auswahl der Titel und bei der Überwachung der Portfolios sein. Seit anfangs 2014 arbeiten wir in der Titelselektion und Überwachung mit „the Screener“ zusammen. Und wir sind der Meinung, dass diese Zusammenarbeit schon seine Wirkung gezeigt hat. Dazu ein paar Zahlen: bis zum 16.04.2015 konnten wir bei Aktien in lokaler Währung eine Performance von bis zu 9% erzielen, in den Aktien CH lag diese bei ca. 9.6% und in den Aktien Ausland 9.3%. Leider relativieren die Frankenstärke und die Tatsache, dass auf den Obligationenbeständen die Erträge bald bei Null angelangt sind, die guten Zahlen in der Aktienselektion.

RFINANZ Asset Management



Roland Rindlisbacher
Asset Manager