

## Schweiz: was nun?

### Implikation der Währungsfreigabe für Volkswirtschaft und Anlagepolitik

Roman von Ah<sup>1</sup>

Die Freigabe des Frankens durch die Schweizer Nationalbank SNB hat die Schweiz erschüttert und ist Fakt. Präsident Jordan muss angesichts der unmittelbaren Kosten gewichtige Argumente gehabt haben:

- Rückgang der Schweizer Börsenkapitalisierung um rund 100 Mrd.
- Verkürzung der SNB Eigenmittel um mindestens 60 Mrd.
- Das interventions-bedingt aufgebaute SNB Wertchriftenportfolio belastet weiterhin die Bilanz und unterliegt Wertschwankungen ...
- ... und trotzdem wird weiter kräftig interveniert
- Wertverlust der Auslandsanlagen rund 180 Mrd.
- Schrumpfung der Pensionskassen Bilanzen um rund 35 Mrd.

Aktuell herrscht Ruhe nach dem Sturm; aber die Nachbeben mit schwer überschaubaren Nebenwirkungen werden noch lange anhalten.

Unmittelbare Konsequenzen der neuen Währungspolitik für die Volkswirtschaft sind folgend beschrieben.

#### Makrobild

Ähnlich wie 2008 wird eine wirtschaftliche Schnellbremsung folgen. Die Wachstumserwartungen 2015 sind deutlich niedriger. Investitionspläne in Mitarbeitende und Kapitalgüter werden zurückgestellt, Absatzchancen im Ausland sind gefährdet, und die Auswirkungen auf die Erwartungsbildung von Konsumenten und Unternehmern können nur negativ sein. Produktionsverlagerungen ins Ausland und Firmenschliessungen werden folgen. In der zweiten Hälfte 2015 und 2016 ist eine Rezession wahrscheinlich.

- Exportindustrie: nach dem ersten Überblick beginnt jetzt die Massnahmenplanung. Anfang März, mit der Publikation der vollständigen Abschlüsse, werden die Unternehmen die ersten Massnahmen ankündigen. Die Umsetzung wird Zeit beanspruchen; die volle Wirkung - Lohnre-

duktion, Produktionsverlagerungen, Investitionsstopp – wird erst ab 2016 visibel.

- Gespaltene Binnenwirtschaft: der Importdruck wird sich erhöhen; in einzelnen Bereichen gibt es jetzt Preisunterschiede im Vergleich zum Ausland von 40%. Das kann nicht mehr durch zusätzlichen Service und Beratung aufgefangen werden. In vielen Sektoren - Tourismus, Basisindustrie, Bauzulieferung - geht es um den Standort. In der Binnenwirtschaft gibt es aber auch Struktur Gewinner, die die tieferen Importpreise nur sehr langsam weiter geben; dies erhöht den Schaden für die Exportindustrie.
- Finanzbereich: Die seit einigen Jahren stattfindenden Umwälzungen werden den Strukturwandel insbesondere im Banking nochmals beschleunigen.

Der Sonderfall Schweiz ist vorläufig vorbei. Die Schweiz könnte in eine Stagnationsphase, also in europäische Verhältnisse, abdriften. Ähnliches haben wir schon in den neunziger Jahren erlebt. Faktoren, die das Wachstum der Schweiz beflügelt haben, wie die Zuwanderung und Bau-Investitionen, fallen weg. Auf Stufe Preisentwicklung sind japanische Verhältnisse zu erwarten. Die Hochpreisinsel kommt unter Druck, die Diskussion um schädliche oder gute Preissenkungen ist müssig; die Konsumenten können ins Ausland fahren und müssen nicht auf tiefere Preise in der Schweiz warten. Eine länger anhaltende Deflation ist jetzt wahrscheinlicher geworden – eine Entwicklung, die die SNB früher mit allen Mitteln verhindern wollte.

#### Währungsprognose: Prinzip Hoffnung?

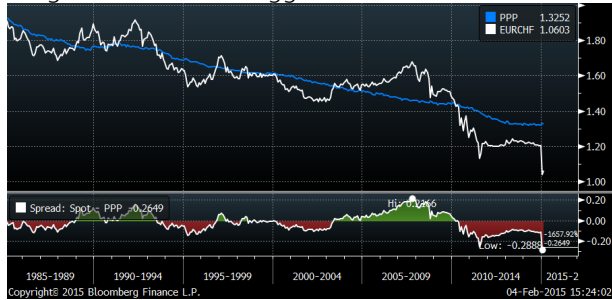
Gebetsmühlenhaft wird das Diktum vorgebracht, der Franken sei bei Parität deutlich überbewertet und Währungen neigten zum Überschiessen. Nur: gemessen an was überbewertet?

Ein beliebtes Kriterium zur Langfristbeurteilung einer Währung ist die Kaufkraftparitätentheorie, oft mit PPP ('purchasing power parity') abgekürzt. PPP be-

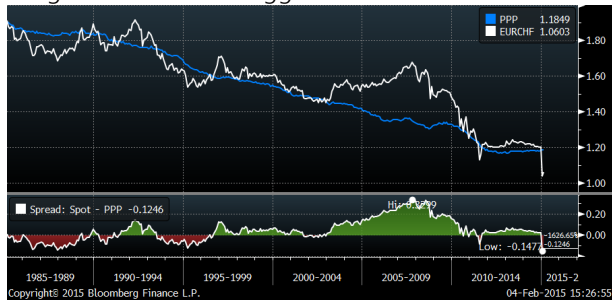
<sup>1</sup> Dr. Roman von Ah, Geschäftsleiter Swiss Rock Asset Management, Dozent und Verwaltungsratspräsident AZEK, Vorstand Schweizer Finanzanalystenvereinigung SFAA

sagt, dass die Wechselkurse zwischen zwei Währungen schwanken um Preisniveauunterschiede auszugleichen. Zur Beurteilung werden entweder Konsumentenpreisindizes (CPI) oder Produzentenpreisindizes (PPI) verwendet.

Langfrist PPP-CPI: CHF ggü. Euro



Langfrist PPP-PPI: CHF ggü. Euro



Die Währung (weisse Linien) folgt den durch die Zeit kumulierten Inflationsdifferenzen (blaue Linien). Folgende Tabelle zeigt die Überbewertung des Frankens gegenüber Euro bzw. US-Dollars.

Kriterium	CHF ggü. Euro	CHF ggü. USD
PPP - CPI	+ 20%	+ 20%
PPP - PPI	+ 10%	+ 5%

Auch wenn man die PPP-Theorie kritisieren und erweitern kann, so folgt der Wechselkurs langfristig den kumulierten Inflationsdifferenzen zwischen zwei Währungsräumen. Dabei sind grosse zwischenzeitliche Abweichungen vom Trend nach oben und unten typisch. Aber dies ist nur die halbe Wahrheit: Der CHF, eine der stärksten Währungen der Welt, war immer auch eine Fluchtwährung.

Europa hat ein Wachstums-, Schulden- und Politikproblem. Insbesondere Länder des anämischen Süd-Europas inklusive Frankreich haben teilweise kaum bewältigbare öffentliche Schuldenstände. Die (zu) tiefen Zinsen sind Gift für ausreichenden Handlungsdruck zur Lösung von wachstumsmindernden Strukturproblemen wie zu hohe Staatsquoten, Steuern,

Kündigungsschutz, überbordende Regulierung und Umverteilungsbürokratie.

Wachstumsschwächen und Angst vor potentiellen Zahlungsausfällen in Europa werden immer wieder zu Stressphasen führen, in denen Anlagegelder einen sicheren Hafen suchen. In Europa ist dies traditionell der Schweizer Franken, der dann schnell in starken Aufwärtsdruck gerät. Angesichts der historischen Schwäche sowie der jüngst starken Aufwertung ggü. dem Euro drängen sich Furcht bedingte Investitionen in den US-Dollar weniger auf.

Wir sind der Ansicht, dass sich Industrie und Anleger darauf einstellen sollten, dass die Richtschnur für den Franken eher bei der Parität zum Euro liegt – mit Schwankungspotential 0.90 bis 1.10 – als die von wirtschaftspolitischen Wunschenken getriebene Orientierung an PPP-Wechselkursen.

### Implikationen für Obligationen Schweiz

Die hohe Bewertung des Frankens mit weiteren Aufwertungsrisiken hält an, mit der Folge, dass Negativzinsen länger als allgemein erwartet Bestand haben könnten. Risikolose Anleihen der Eidgenossenschaft weisen bis zehn Jahre Laufzeit negative Renditen auf. Dies garantiert Vermögensverluste und Kapitalvernichtung.

In der Schweiz sollte die Bewirtschaftung von Obligationen nicht mehr Duration- und/oder Bonitätsmanagement sein, sondern Verlustminimierung. Rückzugsmöglichkeiten für Investoren werden wohl weiter eingeschränkt. Selbst die Cash-Haltung kann zur Kapitalvernichtung führen, je nach Kombination von Gebühren und negativen Zinsen.

Der Erwerb sehr langer Anleihen, mit dem Argument, dass diese renditemässig leicht im Plus sind und in Stresszeiten einen Performance-Schutz bieten überzeugt nicht. Es wäre sicher so, dass auch deren Renditen in Stressphasen in den negativen Bereich rutschen könnten. In einer relativen Betrachtung würden die Preise steigen und damit Verluste in anderen Anlagesegmenten (teilweise) kompensieren. Dies ist aber zu kurz gedacht. Welcher Investor möchte 20 oder 30jährige Eidgenossen halten, welche pro Jahr 0.5, 1 oder 1.5% Negativrenditen aufweisen? Selbst eine relativ kleine negative Rendite von 0.5% summiert sich über die Laufzeit von 20 (30) Jahren auf eine Kapitalvernichtung von 9.5 bzw. 14%. Investoren werden dies antizipieren und die Anleihen in

oder unmittelbar nach möglichen Stresszeiten wieder veräussern. Damit würde der Preisgewinn sofort wieder neutralisiert. Eine solche Positionierung führt zu einer Scheindiversifikation, verbessert die Ertragspotentiale nicht, impliziert enorme Zinsrisiken und schönt im Fall von Pensionskassen den Deckungsgrad.

### **Obligationen Ausland**

Die Zinskurven im Ausland, insbesondere in den USA sind im positiven Bereich. Das Währungsrisiko ggü. CHF ist gross, aber bei Parität deutlich kleiner als vorher. Wer auf absolute Sicherheit setzt, sichert die Fremdwährungsrisiken von Bonds vollständig ab und reduziert so sein Performancepotential um die Zinsdifferenz zum Ausland. Der Mutigere lässt um die Parität zum Euro auch im Bondbereich teilweise ungesicherte Anlagen zu. So können die Erträge mit deutschen Anleihen um +0.5% und mit US-Anleihen um +1.9% ggü. Eidgenossen erhöht werden. Umgekehrt formuliert: Wenn ausländische Bonds bspw. 1% Mehrertrag bringen, dann könnte sich der Franken um weitere 10% aufwerten, bevor der 'Break-Even' zu den renditelosen Eidgenossenanleihen erreicht ist. Natürlich ist das damit verbundene Schwankungsrisiko zu akzeptieren.

### **Aktien**

Schweizer Unternehmen berichten über gute Auftragsbestände und eine robuste Gewinnentwicklung für 2014. Die massive Aufwertung hat aber zu einer Gewinnreduktion von 10-15% für das laufende Jahr geführt, die durch die Umrechnung am Jahresende anfällt. Die für die Unternehmen entscheidendere Cash-Flow Betrachtung in lokaler Währung ist davon nicht betroffen. Die Aufwertung des Frankens scheint die Bilanzen eher zu stärken, weil die Fremdwährungsverbindlichkeiten mit einem stärkeren Franken umgerechnet werden können. Die Dividendenausschüttungen sollten somit nicht gefährdet sein. Es ist eher mit einer weiteren Erhöhung zu rechnen. Zudem sollten die Unternehmen vom erhofften Konjunkturaufschwung in Europa profitieren. Zahlreiche Branchen wie der Finanzbereich und die Gesundheit haben Kostenblöcke in CHF, denen überproportional Euroeinnahmen gegenüberstehen. Neben dem Umrechnungsrisiko, das voll durchschlägt, besteht deshalb ein schwierig abzuschätzendes Transaktionsrisiko, das von der komplexen Dynamik von Importpreisverbilligungen, Neuverhandlungen von Verträgen und Auslandverlagerun-

gen abhängt. Viele Industriefirmen sind davon interessanterweise weniger betroffen als zuerst befürchtet. Sie haben in den letzten Jahren vorsorgen müssen, weil sie tiefere Margen hatten und somit die Reduktion der Währungsrisiken weit oben auf der Traktandenliste stand.

Ausländische Investoren sind in einer beneidenswerten Ausgangslage. Sie können Gewinne mitnehmen, wann sie wollen und können gleichzeitig immer noch auf einen starken Franken wetten.

Im Aktienmarkt Schweiz ist aktuell kein Gewinnmomentum absehbar. Die sichtbare Bewertung ist relativ hoch. Investoren suchen Dividendenperlen und defensive Werte. Aktien mit Transaktionsrisiken (auch vermuteten) oder mit Binnenmarktabhängigkeiten werden abgestraft.

Im Februar hat die Erholung auch das Nebenwertesegment erreicht. Die Industrieaktien haben im Vergleich zum SMI die bessere Performance.

- Aktuell gibt es Rücknahmen bei den Nebenwertefonds. Davon betroffen ist der Mid-Cap Bereich, wo zuerst die liquiden Positionen im Industriebereich verkauft werden. Diese Welle geht zurück. Gerade in diesem Teilsegment gibt es wieder selektive Käufe mit entsprechenden Kurssprüngen (z.B. Schweizer)
- Die Berichtssaison läuft. Bemerkenswert ist, dass bei vielen Unternehmen in der ersten Runde die Währungsabhängigkeit überschätzt wurde (z.B. Rieter). Wir richten unsere Investitionspläne auch nach den Publikationsdaten aus. Bis jetzt wurde keine Dividendenreduktion angekündigt.
- Auch Short Verkäufer sind wieder aktiv, z.B. bei AFG. Dort hat Pieper angedeutet, dass er bei günstigen Gelegenheiten seinen Anteil erhöhen wird. Es gibt also auch langfristig orientierte Investoren, die die günstigen Kreditbedingungen und den hohen Cashbestand für die Schnäppchenjagd nutzen.

Wie reagieren wir im Swiss Rock Aktien Schweiz, welcher in alle Kapitalisierungssegmente investiert, aber den Fokus auf attraktiv bewertete Industrieaktien hat?

Wir haben den Anteil der grossen Titel von 25% (im 2014) auf 50% erhöht und streben nach einem 60/40 Verhältnis. Wir investieren in Firmen, die die Dividenden halten können wie Nestlé, Swiss Re, No-

vartis und Swisscom, ziehen Versicherungen (Zürich, Helvetia Patria) den Banken vor, aber meiden Institute, welche stark im Kollektiv-Leben drin sind (Swiss-life). Bei den mittleren und kleineren Firmen investieren wir eher defensiv. Bei den Industriefirmen sind die mittelfristigen Aussichten für Kaba, Komax, Interroll, Belimo und Bucher nach wie vor intakt. Unsere Industrieunternehmen sind global aufgestellt. Es geht hie und da in diesem Land vergessen, dass trotz Griechenland und möglicher Rezession in der Schweiz eine robuste Erholung in Nordamerika stattfindet, nach wie vor überdurchschnittliche Wachstumsraten in den – 50 % des Welt-BIP repräsentierenden – Schwellenländern stattfinden, die Rohstoffpreise tief sind und das Wachstum in Europa, zusätzlich unterstützt durch das 'Quantitative Easing' der EZB, der USA-Dynamik typischerweise mit 6-12 Monaten Verzögerung folgt.

Aktien sind im Vergleich zu Obligationen sehr attraktiv bewertet. Angesichts des Anlagenotstandes von Vorsorgewerken und den mit Bonds nicht finanzierbaren Leistungsversprechen müssen institutionelle Investoren wohl oder übel stärker in Aktien und/oder Immobilien investieren, auch wenn die Schwankungsreserven (zu) knapp dotiert und die Risikotoleranz zu tief sind.

### P/E Bewertung Aktien per 2015/01/30

Absolut (Wert) und ggü. Aktien Welt (Wert rel.)

(N: neutral, +: attraktiv, ++: sehr attraktiv; analog für - bzw. --)

30.01.1	P/E	Wert		Wert rel	
World	15.99	-0.27	N		
Asia	14.55	-0.71	N	-0.83	+
AsiaPacific	14.44	-0.74	N	-0.89	+
EasternEur...	5.43	-1.19	+	-1.14	+
LatinAmerica	12.04	-0.41	N	-0.47	N
MiddleEast_...	14.23	0.83	-	0.70	N
NorthAmerica	16.71	-0.40	N	-0.22	N
WesternEur...	15.31	-0.66	N	-1.14	+
Argentina	10.17	-0.61	N	-0.51	N
Australia	12.82	-1.39	+	-1.86	++
Austria	12.10	-0.68	N	-0.75	N
Belgium	18.68	1.07	-	1.43	-
Brazil	9.65	-0.57	N	-0.61	N
Canada	14.69	-0.79	+	-0.46	N
Chile	16.01	-0.23	N	-0.14	N
China	13.96	-0.39	N	-0.32	N
Colombia	10.78	-0.59	N	-0.52	N
CzechRepu...	10.89	-0.43	N	-0.37	N
Denmark	18.47	0.08	N	0.32	N
Finland	12.79	-0.84	+	-1.52	++
France	16.41	-0.39	N	-0.57	N
Germany	14.00	-0.76	+	-1.15	+
Greece	3.81	-1.35	+	-2.12	++
HongKong	12.84	-0.21	N	-0.06	N
Hungary	10.39	-0.69	N	-0.66	N
India	19.04	0.79	-	0.76	-
Indonesia	17.00	-0.35	N	-0.34	N

30.01.1	PE	Wert		Wert rel	
Ireland	23.44	1.47	-	2.09	--
Israel	14.62	-0.61	N	-0.50	N
Italy	16.38	-0.36	N	-0.30	N
Japan	14.97	-0.80	+	-0.96	+
Luxembourg	11.04	-1.21	+	-1.20	+
Malaysia	14.71	-0.39	N	-0.37	N
Mexico	16.55	0.03	N	0.05	N
Netherlands	16.72	-0.09	N	0.42	N
NewZealand	18.98	0.24	N	0.41	N
Norway	9.41	-1.05	+	-1.10	+
Pakistan	11.33	0.34	N	0.48	N
Peru	13.21	-0.34	N	-0.32	N
Philippines	20.78	0.01	N	0.17	N
Poland	12.99	-0.42	N	-0.34	N
Portugal	14.34	-0.58	N	-0.67	N
Russia	4.24	-1.03	+	-0.99	+
Singapore	14.35	-0.42	N	-0.38	N
SouthAfrica	15.72	1.08	-	0.94	-
SouthKorea	13.08	-0.08	N	0.07	N
Spain	17.82	0.05	N	0.66	N
Sweden	16.15	-0.01	N	0.66	N
Switzerland	19.61	0.15	N	0.79	-
Taiwan	14.40	-0.75	N	-0.95	+
Thailand	17.19	0.28	N	0.45	N
Turkey	11.67	0.42	N	0.40	N
UnitedKingd...	16.00	0.01	N	0.38	N
UnitedStates	16.88	-0.36	N	-0.19	N