

Markttechnik

Die Heimat des SMI ist die Welt

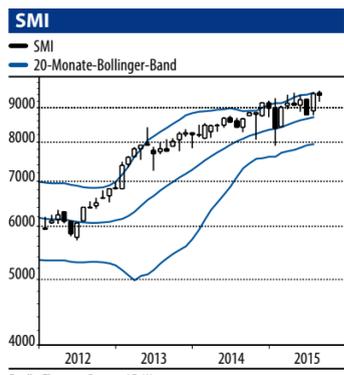
Unter «Der kosmopolitische Heimmarkt» erschien in FuW vom 8. August ein Artikel über die globale Exponierung der SMI-Unternehmen. Begleitet war er von einer Erklärung des «Home-Bias» (statt international zu diversifizieren, überproportional in Anlagen des Heimatmarkts investieren).

In der Finanzwissenschaft wird der Begriff mit einem negativen, als «irrational» bezeichneten Verhalten assoziiert. Ein zu starker Fokus auf den Heimatmarkt könne dem Portfolio abträglich sein, schrieb die FuW. Er schlage sich tendenziell in entgangener Rendite und wegen ungenügender Diversifikation in einem höheren Risiko nieder.

Grau ist jede Theorie

Doch an der Börse kommt schwarz so selten wie weiss, auch die Warnung vor der Konzentration auf Anlagen im eigenen Land. Ein paar Zahlen: Nehmen wir an, dass am 1. August 2005 mit Referenzwährung Franken investiert wurde, in den SMI, den S&P 500, den Stoxx 600, den EuroStoxx 50 und den Dax. Einschliesslich Bruttodividenden wäre ein Wertzuwachs für den SMI von 89,9% entstanden. Eine Euro- und Dollarabsicherung vorausgesetzt, hätten die Anlagen «ausser Haus» im S&P 500 +70%, im Dax +131%, im Euro-Stoxx 50 +60% und im Stoxx 600 +85% ergeben.

Mit 86,5% wären In- und Ausland fast gleich nützlich gewesen. Ohne Währungsabsicherung wäre der Ertrag in Franken auf 44% für den S&P 500 geschrumpft, auf 62% für den Dax, 13% für den EuroStoxx 50 und 30% für den Stoxx 600. Den 89,9% des SMI würde



Meinungen zur Börsenlage

Dividende

Die Dividenden sind ausbezahlt. Trotzdem sind dividendenstarke Schweizer Aktien nach wie vor attraktiv, sie bieten eine deutlich höhere Rendite als Frankenanleihen. Die Dividenden sind nachhaltig, da die Verschuldung der Unternehmen historisch gering und die Rentabilität gut ist. Vermehrte Fusionen und Übernahmen dürften dieses Bild auch künftig nicht trüben. Während Nachhaltigkeit und Renditehöhe offensichtliche Kriterien sind, wird dem Dividendenwachstum häufig zu wenig Beachtung geschenkt. Dabei weisen Aktien mit überdurchschnittlichem Dividendenwachstum langfristig klar überdurchschnittliche Gesamttrenditen auf. Wir empfehlen deshalb, den Fokus auf Dividenden zu legen, die nachhaltig sind, ein gutes Renditeniveau bieten und stetig steigen.

UBS WEALTH MANAGEMENT

Yuan

Wir interpretieren den Wertverlust des Yuan nicht als Anfang einer breit angelegten kompetitiven Abwertung, sondern als zusätzliche Konjunkturstützungsmaßnahme der People's Bank of China. Die Auswirkungen dürften mit der Zeit nachlassen. Dennoch zeigt die Reaktion der Märkte, wie anfällig sie zurzeit sind. Sollten wir uns entgegen unserer Einschätzung in einem neuen Währungskrieg befinden, würde die Situation für risikoreiche Anlagen besonders schwierig.

BANQUE BONHÔTE

eine Rendite von 37,25% aus dem Ausland gegenüberstehen, sozusagen als Diversifikationsmalus statt des vorgesehenen Vorteils.

Im angesprochenen Artikel wird zu Recht darauf hingewiesen, dass die meisten SMI-Unternehmen global tätig sind, viel mehr Umsatz und Gewinn im Ausland generieren und so mit dem Erwerb des SMI indirekt in die Weltwirtschaft investiert wird.

Nicht so für schweizerische Small-Caps. Interessanterweise hat der Small-Cap-Index in der erwähnten Zeit unter Einbezug der Bruttodividenden aber alle genannten Indizes auch ohne Wechselkursbereinigung deutlich geschlagen, einzig der Dax wurde «nur» um 5% übertroffen.

Home Bias hat US-Wurzeln

Der Begriff «Home Bias» entstand in den USA aufgrund von Recherchen zum Verhalten von US-Anlegern. Das Ergebnis stimmt nicht für alle in gleicher Weise. Wer global investiert, kann die Währungskurse nicht ausser Acht lassen. Der Grundsatz, dass Fremdwährungen abzuschließen sind, ist für Obligationenanlagen Standard. Für den Aktienteil eines Portfolios sollte er Mindeststandard sein. Noch besser ist eine aktive Devisenbewirtschaftung mit Hilfe einer ausgeklügelten technischen Analyse. Bekanntlich liefern fundamentale Daten wie Geldmenge, Kaufkraft-Parität etc. keine Anhaltspunkte für die Bildung von Erwartungen an den Devisenmärkten.

Wer weder das eine noch das andere tun will und den Lebensmittelpunkt in der Schweiz hat, sollte sich nicht mit der Home-Bias-Keule aus Diversifikationsgründen zu Auslandsabenteuern verleiten lassen. Es darf aber auch nicht ausser Acht gelassen werden, dass die Saat für Hausse und Baisse für die grossen wie für die kleinen Aktien im Ausland gesät wird – aus Schweizer Sicht schon wegen der engen ökonomischen Verzahnung und der Beeinflussung der Stimmungslage aus den USA, die bekanntlich von den Grossen zu den Kleinen überschwappt und nicht umgekehrt.

ALFONS CORTES www.unifinanz.li
Die Meinung des Autors muss nicht mit jener der Redaktion übereinstimmen.

Lindt & Sprüngli

Lindt liefert konstant ... und begeistert damit Gross und Klein. Alle Schätzungen wurden übertroffen, obwohl – saisonal bedingt – die Kosten für das stärkere zweite Halbjahr bereits angefallen sind, die Erträge aber erst folgen werden. Die Integration von Russell Stover scheint gut voranzukommen. Die Bilanz wurde durch die Übernahme zwar beansprucht, wird jedoch durch den sehr hohen Free Cash Flow jedes Jahr wieder verbessert. Auch wenn Lindt schon ordentlich bewertet sind (P/E rund 41 resp. 37 für 2015/2016, Price/Book rund 6), sollten Kursrückschläge stets für Zukäufe genutzt werden.

NEUE HELVETISCHE BANK

Euro-Staatsobli

Mehrere Faktoren spielen für die Berg- und Talfahrt eine Rolle: Das Risiko einer Systemkrise und einer Deflationsspirale wurde eingedämmt. Notenbanken in Schwellenländern mit administrierten Wechselkursen haben Reserven (auch Euro) verkauft. Der Staatsanleihenkauf der EZB (QE) entzieht dem Markt die liquidesten Titel, die verbleibenden tendieren dazu, weniger liquide zu sein. Vor allem wandelt sich die gesamte Handelsstruktur. Banken halten fürs Market Making weniger Papiere. So können schon kleine Volumina hohe Preisausschläge auslösen. Das wird uns noch lange begleiten und erfordert einen bewussten Umgang mit dem Thema Liquidität.

PIMCO

«Vorteil für Large Caps – besonders in der Schweiz»

MITTWOCHSINTERVIEW Eric Steinhauser Der Anlagechef von Rahn & Bodmer investiert selektiv.

Herr Steinhauser, was liegt an der Schweizer Börse in diesem Jahr noch drin?
Wir denken, dass der SMI per Ende Jahr sein Höchst noch etwas übertreffen wird. Wegen der immer wieder aufkommenden Unwägbarkeiten ist aber damit zu rechnen, dass die Volatilität auf dem zurzeit leicht erhöhten Niveau verharren wird.

Worauf gründet Ihre Einschätzung?

In Europa bleiben die Zinsen ausserordentlich niedrig. Aufgrund des QE-Programms der EZB werden sie nur leicht anziehen, und in der Schweiz wird die Nationalbank trotz des aktuell etwas schwächeren Frankens kaum vom Negativzinsregime abrücken. Somit bleiben Aktien gegenüber Obligationen attraktiv.

Weshalb die erhöhte Volatilität?

Die globale Konjunktur ist in den letzten Wochen etwas ins Stottern geraten. Allen voran bereitete China, das in den letzten Jahren rund 40% des globalen Wachstums generierte, mit enttäuschenden Daten Sorgen. Das hält die Zinsen tief, sorgt aber für gewisse Unsicherheit. Gleiches ist von der erwarteten US-Leitzinserhöhung zu erwarten, zumindest kurzfristig, obschon die Märkte den Schritt wahrscheinlich gut absorbieren können.

Haben Sie keine Bedenken, Aktien seien überbewertet?

Tatsächlich haben die meisten westlichen Märkte eine starke Bewertungsexpansion verzeichnet. In den USA waren dafür die seit 2012 nur leicht anziehenden Zinsen, Aktienrückkäufe und Margensteigerungen verantwortlich. In Europa ist der konjunkturelle Aufschwung noch jung, und die Gewinnmargen der Unternehmen sind in vielen Sektoren auf eher tiefem Niveau. Dementsprechend sind die zyklusbereinigten Bewertungen in den USA hoch, während sie in Europa noch unter den langfristigen Mittelwerten verharren. Deshalb favorisieren wir Europa gegenüber den USA. Gegenüber den Emerging Markets bleiben wir skeptisch.

War der Rückschlag wegen Chinas Renminbi-Abwertung nur eine Episode oder kündigt sich Ungemach an, auch für die Schweizer Wirtschaft und die Börse?

Die leichte Abwertung und der «weichere Peg» sind vernünftig und nachvollziehbar. Dass China seine Währung nachhaltig abwertet, halten wir für eher unwahrscheinlich, zumal das Land noch in starkem Ausmass auf günstige Rohstoffe angewiesen ist und keinen Inflationsschub riskieren will. Vor diesem Hintergrund hat die grosse Aufregung an den Märkten überrascht und wird sich kaum wiederholen.

Die Schweizer Wirtschaft ist eng an Euro-land gekoppelt. Setzt sich die Konjunkturerholung in Europa fort?

Sie ist stärker und breiter abgestützt als noch im Frühjahr. Vorlaufende Indikatoren wie zum Beispiel das Kreditwachstum stimmen uns zuversichtlich. Als sehr offene Volkswirtschaften hängen die europäischen Länder aber am Gängelband von Nordamerika und den Emerging Markets. Eine spürbare Wachstumsverlangsamung dürfte erst 2016 einsetzen, der erste Schub ist immer der stärkste.

Was bedeutet das für den Euro, wird er das Tief zum Franken nochmals testen?

Die plötzliche Abwertung des Frankens auf über 1.08 hat überrascht. Grundlos ist der festere Euro aber nicht: Die sich abzeichnende Lösung des Griechenlandproblems, das strikte Negativzinsregime der SNB und die währungsbedingt schwächere Konjunktur in unserem Land haben mit Verzögerung Wirkung entfaltet. Das Tief hat der Euro einstweilen überwunden, der langfristige reale Aufwertungsdruck des Frankens wird aber bestehen bleiben.

Wie beurteilen Sie den Dollar, und welche US-Aktien kommen allenfalls infrage?
Unabhängig vom Zeitpunkt der US-Zinserhöhung erwarten wir mit Blick auf die divergierende Geldpolitik eine tendenziell



Eric Steinhauser: «Swisscom oder SPS sind durch den starken Franken kaum belastet.»

sinkende Euro-Dollar-Relation, was neben den erwähnten Aspekten für europäische und eher gegen US-Aktien spricht. In den Kundenportfolios haben wir den US-Markt untergewichtet. Eine Beschränkung auf Europa macht aber nur schon aus Diversifikationsgründen keinen Sinn. Wir sind unter anderem in US-Titel wie Kimberly-Clark, Apple und Gilead investiert.

In der Schweiz bewältigen die Unternehmen die Frankenstärke unterschiedlich. Welchen trauen Sie auch in Zukunft eine positive Entwicklung zu?

«Bei Niedrigstzinsen sind genau diese defensiven Werte von Unternehmen mit hohem stabilem Cashflow und guter Dividende attraktiv.»

Im Vorteil sind die grossen, multinationalen SMI-Unternehmen, sie sind auf der Kostenseite nur marginal vom starken Franken getroffen. Es ist zwischen Transaktions- und Transaktionseffekten zu unterscheiden. Letztere entstehen, wenn ein Unternehmen einen grösseren Kostenanteil in Franken als Umsatz in der Heimwährung hat. Das zu reduzieren, scheint einer EMS Chemie und einer UBS hervorragend zu gelingen. Bei Swatch Group erachten wir die Strukturanpassung als schwieriger. Unternehmen wie Kühne+Nagel, LafargeHolcim und ABB hingegen spüren kaum Margendruck wegen des starken Frankens. Auch Swisscom oder SPS mit fast 100% des Geschäfts in Franken sind nur wenig belastet.

Sie erwähnen Swatch Group. Geht der Leidensdruck auch für Richemont weiter?
Beide Unternehmen erhielten im Januar durch die Mindestkursauflösung ein weiteres Problem zur bereits schwierigen Situation mit dem schrumpfenden und wichtigen Markt in Hongkong. Swiss Made hat zur Folge, dass ein Grossteil der



Kosten in Franken anfällt, der Umsatz aber weltweit gestreut ist. Im höheren Luxussegment können Preisanpassungen die Margen steigern, was jedoch nicht von einem Jahr zum anderen geschehen kann. Und die Schwäche in China könnte zu weiteren Verzögerungen führen.

Heisst das: Hände weg?

Das diversifizierte Geschäftsmodell bevorzugt Richemont. Die heutigen Aktienkurse nehmen aber viel Negatives vorweg, sodass für langfristige Investoren in beiden Aktien Kaufgelegenheiten bestehen.

Der SMI ist mit Pharma und Nahrungsmittel defensiv bestückt. Deckt sich das mit dem Gebot der Stunde? Ist Wachstum oder Einkommen angesagt?

Bei Niedrigstzinsen sind genau diese defensiven Werte von Unternehmen mit hohem stabilem Cashflow und guter Dividenden attraktiv. Trotzdem haben wir die zyklischen Sektoren in Europa leicht erhöht.

Welche Schweizer Zykliker sind attraktiv?

Dem Halbleiterhersteller AMS attestieren wir trotz Unsicherheiten mit Hauptkunde Apple bei den NFC-Chips weiterhin gute Wachstumsmöglichkeiten. Komax profitiert vom rasant fortschreitenden Trend zu vernetzten Fahrzeugen und ist in einer sehr attraktiven Nische tätig. Und Adecco, um ein weiteres Beispiel zu nennen, haben nach den Zweitquartalszahlen übermässig stark korrigiert und Aufwärtspotenzial.

Wer hat bessere Perspektiven, Large oder Small Caps?

Langfristig sind Small Caps wegen grundsätzlich besserer Wachstumsperspektiven bevorzugt. Im gegenwärtigen Umfeld sehen wir aber kurzfristig die Vorteile aufseiten der Large Caps. In der Schweiz liegen sie gegenüber den kleineren Titeln seit Jahresanfang zurück und haben Nachholbedarf.

Wozu ist der Finanzsektor fähig?

Ein langsamer Zinsanstieg ist sowohl für Banken wie auch für Versicherer positiv, weil die kurzfristigen Bewertungsverluste auf der Aktivseite der Bilanz durch langfristige stärkere Anlageerträge respektive das Zinsdifferenzgeschäft wettgemacht werden können. Bei Letzterem ist die Ausgestaltung der Zinsabsicherung des Kreditbuchs entscheidend, und da dürfte es von Bank zu Bank grössere Unterschiede geben. Wenn es in den Tagen der Zinsanhebung zu gewissen Abschlägen in Finanzaktien kommen sollte, bedeutet das in Titeln von Instituten mit solider Bilanz wie UBS eine Einstiegschance.

Was ist überkauft, korrekturanfällig oder fällt überhaupt aus der Wahl?

Ein grösseres Risiko besteht bei kleinen Biotech-Titeln, etwa bei noch im experimentellen Stadium befindlichen Gentherapiefirmen. Da beschränken wir uns auf profitable grosse Unternehmen, die noch Potenzial haben. Unter den Schweizer Vertretern im Gesundheitssektor halten wir Actelion oder Galenica für korrekturanfällig. Absehen würden wir vorerst von Titeln wie Sulzer oder Transocean – nicht, weil sie überkauft wären, sondern, weil wir im Öl- und Gasbereich mit weiteren Strukturbereinigungen rechnen.

Baut Rahn & Bodmer im ausgewogenen Depot den Aktienanteil aus oder ab, und wie sieht der aktuelle Anlagemix aus?

Wir nutzen Kursrückschläge für selektive Käufe, möchten bei der bevorstehenden Änderung der Geldpolitik in den USA jedoch auch nicht zu sehr in Aktien exponiert sein. Obwohl kein starker Zinsanstieg erwartet wird und er wohl schon bedeutend vorweggenommen wird, kann der tatsächliche Entscheid doch zu grösseren Schwankungen führen. Zurzeit haben wir die Obligation rund 20% untergewichtet. Aktien halten wir mit rund 40% neutral, und bei alternativen Anlagen sind wir leicht untergewichtet.

INTERVIEW: HANSPETER FREY