

## Markttechnik

## Was hat die SNB angerichtet?

Der SNB-Entscheid erinnert daran, wie schwierig es ist, einen administrierten Preis wieder dem freien Markt zu überlassen. Ob die staatlich festgelegten Brotpreise in Ägypten oder die Mindestkursgarantie für eine Währung: Was sich durch die Administrierung aufgestaut hat, entlädt sich mit Wucht.

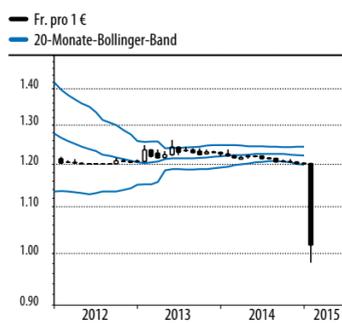
Die technischen Daten des Euros zum Franken ähneln jetzt jenen, die im November 2013 bei der Abwertung der tschechischen Krone zum Euro entstanden. Techniker sollten jedoch nicht Charts erklären, sondern die Geschichte, die dahintersteht. Der Unterschied zwischen der Abwertung der tschechischen Krone und der Entwicklung des Franken-Euro-Kurses ist, dass der Franken dem freien Markt zurückgegeben wurde, während administrierte Kurse für die Krone weiterhin bestehen. Die Geschichte hinter ungefähr gleich aussehenden Charts ist völlig anders.

## Das Spiel mit dem Feuer

Die Psychologie definiert Rationalität als ein fein austariertes Verhältnis von Verstand und Vernunft. Verstand bezieht sich auf Expertenwissen. Vernunft ist die Fähigkeit, dieses so einzusetzen, dass es nicht antagonisiert. So gesehen hat die Kommunikation der SNB mehrfach versagt. Am 11. Dezember 2014 betonte sie, am Mindestkurs unverändert festzuhalten, mit der Begründung: «Die Deflationsrisiken haben nochmals zugenommen und der Franken bleibt nach wie vor hoch bewertet.»

Wie soll das innerhalb von vier Wochen verfliegen sein? Weil man dazu keine Erklärung hat, werden die an den

## Franken



## Meinungen zur Börsenlage

## Frankenschock

Der SNB-Entscheid hat indirekt die Schweiz daran erinnert, dass sie unweigerlich ein Teil Europas ist und alles Interesse daran hat, dass sich Euro-Europa aufrappelt. Erst muss sich aber jetzt weisen, wie die Schweizer Wirtschaft den Aufwertungsschock verkraftet. Unternehmen mit starker US- und Dollarausrichtung wie Richemont sollten sich besser behaupten als Unternehmen mit starker Euro-Konkurrenz wie zum Beispiel Geberit. Bei den Frankenleihen leiden die russischen Obligationen (darunter Gazprom, VBT, Sberbank) stark unter der anhaltenden Unsicherheit. Wenn sich die Lage und der Ölpreis stabilisieren, sind sie ein Kauf. **VT WEALTH MANAGEMENT**

## Aktien Schweiz

Der heftige Kursrückschlag hat einmal mehr bewiesen, dass die Finanzmärkte ziemlich effizient reagieren. Der massive Frankenanstieg nach der SNB-Massnahme spiegelt sich ziemlich genau in der Aktienentwicklung – aufgrund der hohen Umsatzabhängig-

keit vom Ausland nicht sehr überraschend. Da wir unverändert vom Zusammenspiel Aktienmärkte/Währungen ausgehen und denken, dass der Franken sich wieder etwas abschwächen sollte, empfehlen wir gezielte Zukäufe, mit Fokus auf Gesellschaften, in denen der transaktionale Einfluss der Währungen auf den Gewinn möglichst klein ist. **BANK JULIUS BÄR**

Devisenmärkten entstandenen Divergenzen herangezogen – die allerdings schon im Dezember vorlagen. Laut Nationalbankpräsident Thomas Jordan ist der Auftrag der SNB, für Preisstabilität mittelfristig zu sorgen. «Mittelfristig» ist neu in diesem Zusammenhang. Was er darunter versteht, hat Jordan nicht gesagt. Und «mittelfristig» stellt auch eine Einladung dar, kurzfristig gegen die Hoffnung der Nationalbank und der Finanzministerin zu spekulieren, der Wechselkurs werde sich um die Kaufkraftparität herum einpendeln. Das ist schon deshalb eine zweifelhafte Hoffnung, weil seit Einführung flottierender Wechselkurse 1971 keine Währung je nahe daran gehandelt wurde.

Ökonom Wilhelm Röpke sagte, was schief gelaufen sei, müsse nur richtig erzählt werden. Diesen Rettungsring hat die SNB-Führung nicht ergriffen. Sie hat Vertrauen verloren, weil sie einen Schleuderkurs fährt, der vielleicht unausweichlich ist, aber nicht hinreichend erklärt wird. Es stellt sich die Frage, ob es Zentralbanken überhaupt gelingen kann, sich von marktverzerrenden Eingriffen zu verabschieden, ohne mehr Schaden anzurichten als davor Nutzen gestiftet wurde.

## Was sollen Anleger tun?

Investoren tun gut daran, sich auf stark emotional getriebene Preise in allen Anlageklassen einzustellen. Wir werden Zeugen von exakt jenem Wissensproblem, das Friedrich A. von Hayek («The Use of Knowledge in Society») adressierte: Wirtschaftswissenschaft und ihre Applikation in der Praxis ist zu subjektiv, um eine exakte Zahl zu benennen, die den Wert öffentlich gehandelter Vermögensrechte definiert.

Gewinner werden jene sein, die ihr Risikoprofil anpassen. Die Schwankungstoleranzen müssen erhöht und nicht reduziert werden, weil sonst immer der neusten Nachricht nachgelaufen wird – mit der Folge, dass tief verkauft wird, was hoch gekauft wurde. Das gilt sowohl für Devisen als auch für Aktien.

**ALFONS CORTÉS** [www.alfonscortes.com](http://www.alfonscortes.com)

Die Meinung des Autors muss nicht mit jener der Redaktion übereinstimmen.

keit vom Ausland nicht sehr überraschend. Da wir unverändert vom Zusammenspiel Aktienmärkte/Währungen ausgehen und denken, dass der Franken sich wieder etwas abschwächen sollte, empfehlen wir gezielte Zukäufe, mit Fokus auf Gesellschaften, in denen der transaktionale Einfluss der Währungen auf den Gewinn möglichst klein ist. **BANK JULIUS BÄR**

## EZB und QE

Am Donnerstag wird die EZB aller Voraussicht nach ein Wertschriftenkaufprogramm (Quantitative Easing, QE) ankündigen. Über die genaue Ausgestaltung wird jedoch spekuliert. Im Gegensatz zu den QE in Japan und in den USA ist der Beschluss in der Eurozone um ein Vielfaches komplexer, weil im Maximum neunzehn unterschiedliche Meinungen unter einen Hut gebracht werden müssen. Es ist daher denkbar, dass die Bekanntgabe der genauen Ausgestaltung auf einen späteren Termin verschoben wird. Unseres Erachtens ist Potenzial für negative Überraschungen vorhanden. Wir sehen vom Aufbau von Risikopositionen mit Blick auf die EZB-Sitzung ab. **AQUILA**

## «Schweizer Firmen immer noch sehr gut aufgestellt»

**MITTWOCHSINTERVIEW** Patrick Hasenböhler, Aktienanalyst bei J. Safra Sarasin, sieht nach der Freigabe des Franken-Euro-Wechselkurses nicht nur schwarz für hiesige Unternehmen.

**Herr Hasenböhler, wie haben Sie am Donnerstag reagiert, als die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Aufhebung der Wechselkursuntergrenze zum Euro bekannt gab?**

Wie wahrscheinlich fast alle – zuerst mit ungläubigem Staunen. Die negativen Aktienkursbewegungen aufgrund des veränderten Franken-Euro-Wechselkurses waren dann ziemlich einfach vorauszu- sehen und dies hat uns nicht mehr überrascht. Jedoch bleibt es weiterhin unklar, wo sich der Wechselkurs einpendeln wird.

**Welche Auswirkungen hat der SNB-Entscheid auf die Schweizer Unternehmen?**

Die Gewinne der meisten Gesellschaften dürften wegen des stärkeren Frankens 2015 tiefer als bisher angenommen ausfallen. Der im Ausland erzielte Gewinn in Fremdwährung fällt umgerechnet in Franken tiefer aus – das ist der sogenannte Translationseffekt. Stärker betroffen sind Unternehmen, die einen im Vergleich zum Umsatz überproportionalen Kostenblock in der Schweiz haben. Für sie fällt zusätzlich ein negativer Transaktionseffekt an. Nicht ausser Acht gelassen werden darf auch die Bilanz. Die Währungsstruktur der Finanzanlagen bzw. -schulden haben ebenfalls einen Einfluss auf das Ergebnis. Verfügt ein Unternehmen vor allem über Finanzschulden in Fremdwährungen, profitierte es in dieser Hinsicht von der Aufwertung des Frankens, da sich die Schulden verringern. Bei den Finanzanlagen ist der Effekt umgekehrt.

**Welche Unternehmen sind am stärksten betroffen?**

Am stärksten betroffen sind Exportunternehmen mit überdurchschnittlicher Kostenbasis in der Schweiz. Prominenteste Beispiele sind der Uhrenproduzent Swatch und in etwas geringerem Ausmass sein Konkurrent Richemont. Hauptleidende sind diverse Industriefirmen wie die Arbonia Forster, Huber+Suhr oder Bobst und zu einem etwas geringeren Grad auch die Medizintechnikunternehmen Sonova und Straumann. Ebenfalls überdurchschnittlich tangiert sind Gesellschaften, deren Schweizer Umsatz durch verstärkten Importdruck beeinträchtigt wird. Ein Beispiel dafür ist Emmi. Für einen internationalen Milchkonzern wie Danone ist der Import in den Schweizer Markt durch die Frankenaufwertung nochmals attraktiver geworden. Arysza ist eines der Unternehmen, das eine im Vergleich zum in der Schweiz erzielten Umsatz deutlich überproportionale Verschuldung in Franken aufweist.

**Wie stark kommen die Gewinne der Unternehmen unter Druck?**

Es ist klar, dass die Aufwertung des Frankens deutliche Spuren in den Gewinnausweisen der Unternehmen hinterlassen wird. Schon allein die Translationseffekte haben angesichts der markt tieferen Wechselkurse durch die überraschende Frankenaufwertung eine Auswirkung von über 10% auf die Gewinne. Etwas Linderung verschafft der Umstand, dass der Dollar-Franken-Wechselkurs vor dem SNB-Entscheid über die vergangenen zwölf Monate rund 13% an Wert zugelegt hat. Diese Aufwertung war noch nicht in allen Gewinnsschätzungen berücksichtigt. Eine Rechnungslegungswährung in Euro oder Dollar für an der Schweizer Börse kotierte Unternehmen hilft zwar dem optischen Gewinnausweis. Letztlich müssen die Gewinne doch in Schweizer Franken umgerechnet werden, um sie ins Verhältnis mit den in Franken gehandelten Aktienkursen zu setzen. Kurzfristig wird die Frankenaufwertung für die Unternehmen schmerzhaft sein, vor allem da sie diesmal abrupt erfolgte. Es sei aber in Erinnerung gerufen, dass die Schweizer Konzerne trotz oder auch dank des langfristig anhaltend starken Frankens global sehr kompetitiv aufgestellt sind. Ein starker Franken hilft etwa in der Akquisition von ausländischen Unternehmen.



Patrick Hasenböhler setzt auf Blue-Chips-Werte wie Nestlé, Novartis und Roche.

**Ist mit Dividendenkürzungen zu rechnen?**

Diverse Unternehmen dürften angesichts der getriebenen Gewinnaussichten vorsichtiger sein in der Festlegung der Dividendenhöhe für das Geschäftsjahr 2014 als ursprünglich geplant. Dies umso mehr als die Dividendenrenditen mit den tieferen Kursen zugenommen haben. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass Unternehmen allein aufgrund der neuen Wechselkursgegebenheiten die Dividende 2014 tiefer als die vorangehende Dividende ansetzen werden. Eine Dividendenkürzung sendet auch immer ein negatives Signal an die Anleger aus, das die Unternehmen wenn möglich vermeiden wollen.

*«Kurzfristig werden Schweizer Aktien eng mit der Entwicklung des Franken-Euro-Wechselkurses korrelieren.»*

**Die meisten Aktien von Schweizer Unternehmen haben auf dem SNB-Entscheid mit kräftigen Kurseinbussen reagiert. Geht es noch weiter nach unten, oder ist bald wieder mit einer Erholung zu rechnen?**

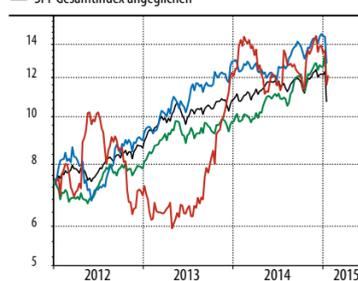
Die Aktienkurse reflektieren die Aufwertung des Frankens inzwischen mehr oder weniger kongruent. Das kurzfristige Abschneiden der Schweizer Aktien wird eng mit der Entwicklung des Franken-Euro-Wechselkurses korrelieren.

**Ist der Kurssturz ein Kaufsignal für Schweizer Aktien?**

Wir denken nicht, dass der Kurssturz eine breite Kaufgelegenheit bietet. Im Unterschied zu anders gelagerten Kursstürzen beruhte dieser Rückgang nicht auf unbegründeten Ängsten sondern auf geldpolitischen Entscheidungen mit finanziellen Auswirkungen für die Unternehmen. Auch wenn die mittelfristige Entwicklung

## Logitech N

Logitech N: 12.10 Fr., Valor 2575132  
Baloise N angeglichen  
Novartis N angeglichen  
SPL-Gesamtindex angeglichen



des Wechselkurses noch unklar ist, so kann davon ausgegangen werden, dass Schweizer Unternehmen wahrscheinlich einen vorsichtigen Ausblick für das Jahr 2015 bekanntgeben.

**Welche Schweizer Aktien sind nach dem Kurssturz so attraktiv bewertet, dass Sie sie zum Kauf empfehlen würden?**

In unseren institutionellen Kundenportfolios halten wir weiterhin die Technologiekonzerne AMS und Logitech. Sie sind fast ausschliesslich mit Translations-effekten konfrontiert, und die Gewinnaussichten bleiben gut. Die Versicherungen Baloise, Swiss Life und Swiss Re sind weiterhin attraktiv bewertet und unterdurchschnittlich von der Aufwertung des Frankens betroffen. In unseren Anlagefonds halten wir auch nach wie vor Novartis und Roche. Diese, aber auch Nestlé könnten auch davon profitieren, dass Investoren, die ihr Geld in Franken anlegen wollen, die Blue-Chips-Werte mit attraktiver Dividendenrendite einer im besten Falle zinslosen Bargeldanlage vorziehen.

**Von welchem Franken-Euro-Wechselkurs gehen Sie bei Ihren Empfehlungen aus?**

Wir gehen in unseren Berechnungen zumindest bis zum Entscheid der Europäischen Zentralbank vom Donnerstag über den möglichen Aufkauf von Eurostaatsanleihen von den aktuellen Wechselkursen, d. h. der Euro-Franken-Parität aus.

**Im Dezember nannten Sie in der FuW Bell, Georg Fischer, Novartis, Swatch Group N und Swiss Life als Ihre Aktienfavoriten für 2015. Ändern Sie nun etwas an dieser Liste im Lichte des SNB-Entscheids?**

Die Aktien der Swatch kamen seit Donnerstag unter Druck. Anfang Jahr rechnen wir für die Gewinnentwicklung in 2015 mit einer Unterstützung durch einen höheren Dollar-Franken-Wechselkurs. Die Wechselkurseffekte haben sich am Donnerstag auf einen Schlag in eine Hypothek gewandelt. Immerhin sind die Mitbewerber im höheren Preissegment mit der gleichen Ausgangslage konfrontiert, da fast alle ihre Produktionsbasis in der Schweiz haben. Aufgrund der getriebenen Gewinnaussichten sind wir kurzfristig für Swatch Group vorsichtiger geworden trotz der per se attraktiven Bewertung und der unverändert starken Marktpositionierung.

**Auch Georg Fischer ist mit einer überproportionalen Kostenbasis in der Schweiz konfrontiert.**

Richtig. Deshalb war unsere Überzeugung vor dem Entscheid der SNB stärker. Die Bewertung bleibt aber attraktiv und wir halten an der Position fest. Bell ist unseres Erachtens im Gesamtmarktvergleich unterdurchschnittlich von der Frankenaufwertung betroffen. Eine negative Auswirkung wird vor allem die nochmalige Steigerung des Einkaufstourismus im benachbarten Ausland haben. Betreffend der Auslandaktivitäten von Bell ist für einmal von Vorteil, dass sich diese insgesamt noch in den roten Zahlen befinden, sodass der Translations-effekt kurzfristig keine negative Auswirkung auf die Gewinne hat. Der Aktienkurs von Bell hat genauso wie diejenigen von Novartis und Swiss Life weiterhin Aufwärtspotenzial.

**Welche Schweizer Aktien würden Sie bis auf weiteres meiden?**

Das sind in erster Linie Aktien, die schon vorher unserer Ansicht nach hoch bewertet waren. Dazu zählen wir etwa Arysza, Barry Callebaut, Ems Chemie oder Kudelski. Die beiden Letztgenannten sind angesichts der hohen Kostenbasis in der Schweiz mit einem kurzfristig verstärkten Gewinnruck konfrontiert sein. Tendenziell vorsichtig sind wir weiterhin gegenüber Bankwerten. Hier könnte sich angesichts der plötzlichen neuen Wechselkursgegebenheiten die eine oder andere unliebsame Gewinnenttäuschung ergeben.

**INTERVIEW: MARTIN GOLLMER**

Anzeige

**Gewinnexplosion.com**  
und andere attraktive Domains finden Sie jetzt via [Domainstreet.ch](http://Domainstreet.ch)