

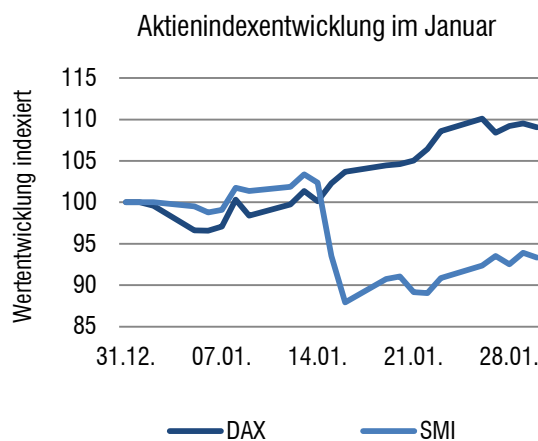
Aktien	Notenbanken dominieren weiterhin das Geschehen	Seite 1
Renten	Die Nulllinie wurde bei Renditen offensichtlich überschätzt	Seite 2
Inflation	Inflationsraten drehen ins Negative	Seite 3
Rohstoffe	Volatilität weiterhin sehr hoch	Seite 3
Ausblick	Der Januar als Blaupause für den Rest des Jahres?	Seite 4
Im Blickfeld	Der Franken-Schock	Seite 4

Aktien

In den ersten Wochen des noch jungen Jahres 2015 haben sich die Ereignisse an den Kapitalmärkten bereits überschlagen. Ganz im Rahmen unserer Erwartungshaltung haben sich dabei die Notenbanken einmal mehr in den Vordergrund gedrängt.

Der erste Paukenschlag kam dabei von der Schweizerischen Nationalbank SNB. Am 15. Januar überraschte die SNB die Kapitalmärkte mit der Erklärung, dass der im September 2011 initiierte Mindestkurs von 1,20 Schweizer Franken je Euro unverzüglich aufgehoben wird. In den Monaten zuvor hatte der EUR vor allem gegenüber dem US-Dollar deutlich an Wert verloren. Durch die indirekte Bindung an den EUR musste die SNB an den Devisenmärkten in erheblichem Umfang eingreifen, um den CHF gegenüber dem USD ebenfalls entsprechend abzuwerten. Offensichtlich wurde der hierüber aufgebaute Interventionsdruck zu groß, so dass man sich für ein Ende mit Schrecken entschied. Dieser Schrecken äußerte sich in einem abrupten Abtauchen des Euro bis auf 0,85 CHF (-29,1%) binnen weniger Sekunden. In den Folgetagen pendelte sich der EUR-CHF-Kurs um Pari ein und schloss zum Monatsende

knapp darüber bei 1,04 (-13,6%). In fast gleichem Maße wie der Schweizer Franken aufwertete, werteten schweizerische Aktien ab: Der SMI – das Schweizer Pendant zum DAX – fiel am Tag der Bekanntgabe zwischenzeitlich über 14% im Wert und beendete den Monat mit einem Minus von 6,7%.



Quelle: Bloomberg

Der nächste Paukenschlag folgte exakt eine Woche später am 22. Januar seitens der Europäischen Zentralbank. EZB-Präsident Mario Draghi verkündete die Einzelheiten zum lange erwarteten Anleihen-Kaufprogramm und erfreute mit dem sehr hohen Volumen von monatlich 60 Milliarden Euro sichtlich die Marktteilnehmer. Insgesamt sollen sich die

Bondkäufe bis Herbst 2016 auf über eine Billion Euro addieren. Da sich der Verteilungsschlüssel für die Käufe nach dem Anteil der Mitgliedsstaaten am EZB-Kapital ausrichten wird, dürfte Deutschland einmal mehr zu den Hauptprofiteuren zählen. Griechische Anleihen werden dagegen zunächst außen vor bleiben, da die Käufe auf Anleihen mit Investmentgrade-Rating beschränkt sind. Auf die europäischen Aktienkurse hatte die angekündigte Liquiditätsschwemme eine unmittelbare Auswirkung, auf Monatssicht stiegen die Notierungen deutlich. Vorneweg marschierte nach dem relativ bescheidenen Jahresergebnis von 2014 der deutsche Leitindex DAX mit einem Monatsplus von 9,1%. Die anderen Länderindizes sortierten sich dahinter ein, für europäische Aktien spiegelte der EURO STOXX 50 Index mit einem Zugewinn von 6,7% ein mehr als solides Ergebnis wider. Das Schlusslicht bildete mit einem Minus von 12,5% der griechische Aktienmarkt. In Griechenland konnte am letzten Januarsonntag das Linksbündnis SYRIZA mit Spitzenkandidat Alexis Tsipras die Parlamentswahlen klar gewinnen und verfehlte nur knapp die absolute Mehrheit.

Außerhalb Europas zeigten sich die Börsen nicht ganz so freundlich. Allerdings wertete die europäische Gemeinschaftswährung gegen nahezu alle wichtigen Währungen ab, so dass aus Sicht deutscher Anleger in EUR gerechnet meist dennoch ein attraktives Ergebnis stehen blieb. Der amerikanische Aktienmarkt musste beispielsweise im Januar Kursrückgänge von 3,0% (S&P 500) hinnehmen, woraus nach der Umrechnung von USD in EUR jedoch ein positives

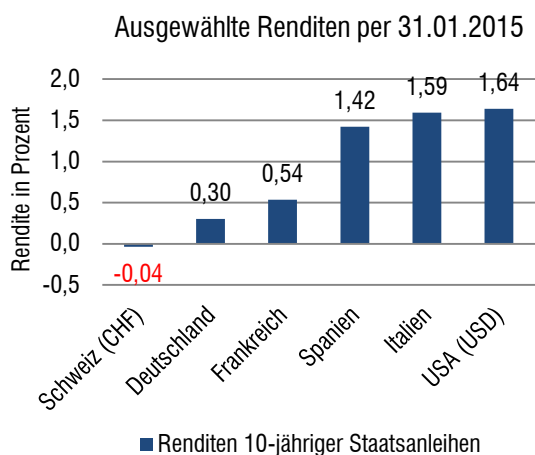
Ergebnis von 3,9% resultierte. Unterm Strich kam der weltweite MSCI World damit in EUR auf ein Monatsergebnis von 5,3% (-0,6% in Lokalwährung). Bei den Schwellenländern sah das Ergebnis mit einem Plus von 7,9% sogar noch leicht besser aus, wobei auch hier das Gros der Zuwächse auf Währungsgewinnen basierte, wie der Vergleich mit dem entsprechenden Lokalwährungsindex (+1,4%) zeigt.

Branchenseitig – gemessen an den 19 STOXX Europe Supersektoren – fielen im Januar vor allem die Banken als einziger Sektor mit einem leicht negativen Ergebnis (-0,5%) ins Auge. Gefragt waren dagegen vor allem Automobil- (+14,5%) und Immobilien-Werte (+14,1%).

Renten

An den Rentenmärkten markierten die Renditen vielerorts neue Tiefstände. 10-jährige deutsche Bundesanleihen rentierten Ende Januar bei 0,30% und damit auf dem Niveau vergleichbarer japanischer Papiere (0,29%). Noch vor einem Monat lag die Rendite fast doppelt so hoch. Beschleunigt hat sich der Renditeverfall mit den beiden eingangs erwähnten Ankündigungen der europäischen Notenbanken. Vor allem die Schweizer Nationalbank hat auf dem Gebiet negativer Zinsen weitere Pionierarbeit geleistet. Um Kapitalanlagen im Schweizer Franken weniger attraktiv zu machen, hat die SNB zeitgleich mit der Aufhebung des Mindestkurses den Zins für Guthaben auf Girokonten, die einen bestimmten Freibetrag übersteigen, um 0,5 Prozentpunkte auf -0,75% (!) gesenkt. Über die gesamte Zinskurve gesehen rentierten

schweizerische Staatsanleihen zum Monatsende bis zu einer Laufzeit von zwölf Jahren im negativen Bereich.



Quelle: Bloomberg

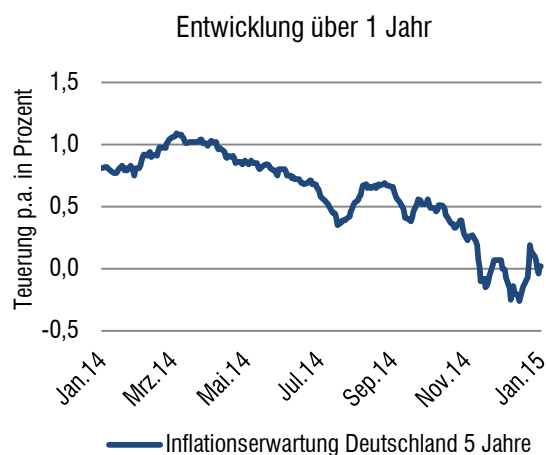
Aus dem breiten Renditerückgang resultierten für Anleihen erneut Kursgewinne – vor allem im Bereich längerer Laufzeiten, d.h. für Anleihen mit hohen Zinsänderungsrisiken. Der REXP konnte im zurückliegenden Monat einen Wertzuwachs von immerhin 0,3% verbuchen. In Varianten von kürzeren Laufzeiten von 2 oder auch 5 Jahren kam der entsprechende Sub-Index jedoch nicht über eine rote Null hinaus, wohingegen der Teilindex mit 10-jähriger Laufzeit ein Plus von 1,6% auswies.

Bei Unternehmensanleihen zeigte sich ein vergleichbares Bild. Ohne das Eingehen hoher Risiken im Laufzeitenbereich kam die Kursentwicklung im Januar kaum von der Stelle.

Inflation

Unter dem Einfluss des starken Ölpreistrückgangs rutschten auch die jüngsten Inflationszahlen in den negativen Bereich. Für die Eurozone lagen die Dezemberwerte erstmals seit 2009 wieder im negativen

Bereich und wiesen einen Preisrückgang von 0,2% aus. Für Januar wird gar mit einer Inflationsrate von -0,6% gerechnet, und auch Deutschland dürfte mit -0,3% im Januar erstmals seit der Finanzkrise 2009 wieder in den negativen Bereich abgerutscht sein.



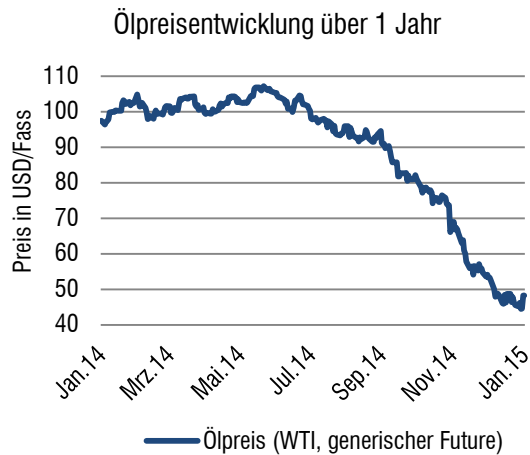
Quelle: Bloomberg

Die obige Grafik zeigt die Entwicklung der Inflationserwartung in Deutschland über die jeweils nächsten fünf Jahre. Dabei hat die Erwartung der Marktteilnehmer im Januar mit -0,26% p.a. einen neuen Negativrekord aufgestellt. Selbst im Krisenjahr 2009 waren die Inflationserwartungen nicht unter die Nulllinie abgerutscht. Für die Europäische Zentralbank war dies vermutlich mit ein Grund, das Anleihen-Kaufprogramm entsprechend üppig auszustatten.

Rohstoffe

Unmittelbar an die starken Preisrückgänge vieler Rohstoffe im vorigen Jahr knüpfte der marktweite CRB Rohstoff-Index im Januar an. In der üblichen USD-Betrachtung verlor der Index im ersten Monat des Jahres bereits 4,8% an Wert. Dabei war der Ölpreis mit einem Minus von 9,4% (WTI) respektive 7,6% (Brent) wieder einer der Haupttreiber. Aber

auch andere Rohstoffe wie Kupfer (-12,7%) oder die Notierung für Weizen (-14,8%) zeigten auf Monatssicht eine beachtliche Volatilität.



Quelle: Bloomberg

Positive Ausreißer waren zum Jahresstart die Edelmetalle. Sowohl Gold (+8,4%) als auch Silber (+9,9%, alles in USD) konnten in 2015 bislang deutliche Preissteigerungen verbuchen.

Ausblick

Das war ein Jahresauftakt nach Maß. Gerade in Europa übersteigen die Kursgewinne des ersten Monats bereits die Jahresergebnisse des kompletten letzten Jahres. Sich nun jedoch bereits von den Märkten zu verabschieden, wäre aus unserer Sicht falsch. Die jüngst in unserem Jahresbericht ausführlich dargestellte Argumentationskette ist nach wie vor in Takt und der Rückenwind seitens der Notenbanken stärker denn je. Vor allem in Europa geben die Bewertungen der Aktienmärkte noch keinen Anlass zur Sorge, und das starke Momentum könnte gerade erst richtig in Schwung kommen.

Im Blickfeld: Der Franken-Schock

Am 15. Januar hat die Schweizer Nationalbank (SNB) den seit September 2011 geltenden Mindestkurs gegenüber dem Euro aufgehoben. Die SNB wollte wohl nicht mehr durch Verkäufe von Schweizer Franken den Wechselkurs gegenüber dem Euro bei 1,20 EUR/CHF fixieren.

Der erste Gedanke im Moment der Ankündigung war, dass die gewichtige Schweizer Exportindustrie dramatische Rückgänge zu erwarten hat. Wenn Waren aus dem Alpenland für Ausländer teurer werden, ist das definitiv ein Belastungsfaktor. Ein genauerer Blick lohnt sich allerdings:

Für viele Schweizer Unternehmen stimmen mit der Entscheidung den Schweizer Franken frei handeln zu lassen ihre prognostizierten Erfolgsrechnungen für die nähere Zukunft tatsächlich nicht mehr. Gerade Unternehmen, die einen Großteil ihres Ertrages in Euro erwirtschaften, jedoch in Franken berichten, bedeutet die Entscheidung der SNB eine zusätzliche Belastung. Die Rechnung dahinter ist simpel: Vor der Aufkündigung des Euromindestkurses konnten sich die Unternehmen sicher sein, für jeden außerhalb der Schweiz erwirtschafteten Euro circa 1,20 CHF zu erhalten. Aktuell notiert der Euro bei 1,06 CHF. Dies entspricht einem Minderertrag von knapp 12% für den im EU-Ausland erwirtschafteten Umsatz.

Pauschalisieren sollte man bei der gewissenhaften Betrachtung der Situation allerdings nicht. Unberücksichtigt bleibt bei obiger, trivialer Betrachtung zum Beispiel, ob die Unternehmen sich gegen Wechselkursrisiken im Vorfeld abgesichert

haben oder in welcher Höhe die Kostenseite in Euro belastet wird. Dies wäre dann nämlich der umgekehrte Fall und für Schweizer Unternehmen deutlich von Vorteil.

Man sieht also, will man die Auswirkungen des Franken-Schocks auf die dortigen Unternehmen und damit auf deren Aktienkurse analysieren, muss man viel tiefer ins Detail gehen als das viele Marktteilnehmer im ersten Moment der Ankündigung der SNB getan haben: Es wurden sofort nahezu alle Schweizer Aktienwerte blind verkauft. Entsprechende Kursverluste wurden an diesem und dem darauffolgenden Tag generiert. Doch je mehr die Investoren sich mit dem Thema beschäftigten und auf die oben geschilderten Zusammenhänge zwischen den entstehenden Kosten und dem prognostizierten Ertrag auf der Euro-Seite stießen, desto mehr sah man die Kurse vieler Schweizer Aktien wieder steigen.

Ein gutes Beispiel ist die Nestlé Aktie. 98,4% der Erlöse des Unternehmens fallen außerhalb des Schweizer Währungsraumes an. Auf der Kostenseite sieht es allerdings ähnlich aus. Die Auswirkungen des Franken-Schocks auf die Ertragslage des Unternehmens summieren sich daher auf +/- 0. Die Aktie ist jedoch am 15. und 16. Januar um knapp 9% gefallen. Eine selten günstige Kaufgelegenheit hat sich geboten. Heute notiert die Aktie fast wieder auf dem Stand vom 14. Januar vor der Ankündigung der SNB.

Die gesamte Analyse der SNB Entscheidung bedingt es allerdings auch, Chancen zu suchen und etwaige Risiken abzuwägen. Die Währungsseite ist das eine Risiko. Durch das

jedoch weiter gesunkene Zinsniveau werden Schweizer Firmen in der Lage sein, sich günstiger zu refinanzieren – eine Entlastung auf der Kostenseite und damit wiederum eine Chance. Gleichzeitig lenkt das nochmals gesunkene Zinsniveau den Blick zurück auf Dividendenrenditen. Anhand der jüngst prognostizierten Ausschüttungen für die kommende Dividendsaison, errechnet sich im SMI eine Rendite von 3,4%. Damit liegt der Schweizer Index deutlich vor den meisten anderen internationalen Indizes arrivierter Industrieländer.

Unterm Strich ist die Einschätzung der Situation der Schweizer Unternehmen – und damit auch der Einschätzung ob sie als Investment geeignet sind – keineswegs nur negativ, wie viele Medien oberflächlich behauptet haben. Vielmehr hat sich ein sehr differenziertes Bild gezeigt, bei dem die Situation der einzelnen Unternehmen genau beleuchtet werden muss. Und nach den drastischen Wechselkursschwankungen kann man mittlerweile auch schon sagen, dass sich der Markt den fairen Wert für den Schweizer Franken erarbeitet hat. Sollten also in Zukunft keinerlei Eskapaden der SNB mehr folgen, kann man mit Schweizer Aktien nach wie vor und trotz divergierender Medienberichterstattung auskömmliche Investitionen tätigen.

03. Februar 2015

Rechtliche Hinweise

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtungen zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Die GS&P Gruppe garantiert jedoch nicht für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit. Alle hier dargestellten Meinungsäußerungen geben lediglich eine Einschätzung des Verfassers/ der Verfasser wieder, die nicht notwendiger Weise der Meinung der GS&P-Gruppe entsprechen muss. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich in Abhängigkeit von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor / die Autoren behält / behalten sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen und Aussagen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot, noch eine explizite Aufforderung zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z.B. Prospekte) erfolgen und auf keinen Fall auf Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die GS&P-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die der in dieser Darstellung vorgestellten Information widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung und Zustimmung der GS&P-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.

Copyright 2015, Grossbötzl, Schmitz und Partner