

## Invest

## Banken in Not

**Finanzaktien** Die Erträge in der Vermögensverwaltung dürften schrumpfen. Doch das Retail-Banking könnte vom SNB-Entscheid profitieren.

OLAF WITTRÖCK

Als die Schweizerische Nationalbank (SNB) den Wechselkurs zum Euro wieder freigab, bildeten sich vor Schaltern und Automaten vieler Bankfilialen lange Schlangen. Erreichte der Franken doch auf einen Schlag wieder Parität zum Euro. Kein Wunder, dass bei diesem kleinen «Bank Run» in manch einer Filiale von Migros Bank, Postfinance, Zürcher Kantonalbank und Co. die Euro-Noten knapp wurden.

Die Institute dürften an dem Tag satte Wechselkursgewinne eingefahren haben, tauschten sie die Euro doch zu einem teilweise deutlich höheren Kurs, als sich im Laufe des Tages schliesslich auf den Devisenmärkten einpendelte. Möglicherweise war das allerdings das letzte Mal, dass die Geldhäuser von der neuen Wechselkurs-Normalität profitierten. Unter dem Strich nämlich dürfte der Finanzsektor unter dem starken Franken leiden.

Der wichtigste Grund: Die Vermögensverwaltung, Kerngeschäft von Julius Bär und wesentliche Ertragssäule von UBS und Credit Suisse, wird allein durch den Umrechnungseffekt auf einen Schlag um rund 15 bis 20 Prozent weniger rentabel, sagt Andreas Brun, Bankenanalyst bei der Zürcher Kantonalbank.

Schliesslich verwalten die Banken für ihre weltweiten Kunden grösstenteils Vermögen in Euro und US-Dollar und werden in aller Regel auch in diesen Währungen bezahlt. Die meisten Kosten der Banken aber fallen in der Zentrale an und damit in Franken. Den Banken ergeht es mit der starken Heimatwährung kaum anders als industriellen Exporteuren, die es künftig schwerer haben werden, ihre Waren aus der Schweiz im Ausland noch gewinnbringend zu verkaufen. «Die Profitabilität in der Vermögensverwaltung wird für die Schweizer Banken sinken», ist auch



Schweizer Finanzplatz im Währungsstress: Die Profitabilität kommt unter Druck.

Oliver Flade überzeugt, Chef-Analyst für Finanzwerte bei Allianz Global Investors. «Darauf kann das Management nur reagieren, indem es Kosten reduziert oder in die anderen Währungsräume verlagert.» Das Management der Julius Bär beispielsweise kündigte lediglich an, man wolle rasch «geeignete Massnahmen treffen, um die Profitabilität der Gruppe aufrechtzuerhalten».

**Finanzsektor leidet**

Auch die UBS will sich vor der Ergebnispräsentation am 10. Februar nicht konkret äussern. Signale aus dem Kapitalmarkt lassen ebenfalls noch keine eindeutige Richtung erkennen. So senkten Aktienanalysten von Deutscher Bank und Citigroup jüngst zwar die Kursziele für die UBS. Angesichts der jüngsten Kursrückgänge empfehlen sie die Aktie aber weiter zum Kauf. Credit Suisse deutete immerhin an, dass sich die Aufhebung des Euro-Mindestkurses auf die Gewinnentwick-

lung auswirken könnte. Im vergangenen Oktober war die Bank schon einmal deutlicher geworden und hatte beispielhaft vorgerechnet, wie sich ein erstarkender Franken auswirken würde: Damals hiess es, der Vorsteuergewinn für die ersten neun Monate des Jahres 2014 wäre um 180 Millionen Franken niedriger ausgefallen, wenn der Franken 10 Prozent gegenüber dem Euro aufgewertet hätte. Noch extremer trifft die Bank nach eigenen Angaben die Veränderung des Kurswertes gegenüber dem US-Dollar: Hier hätten 10 Prozent Aufwertung sogar 439 Millionen Franken des Neun-Monate-Gewinns aufgefressen.

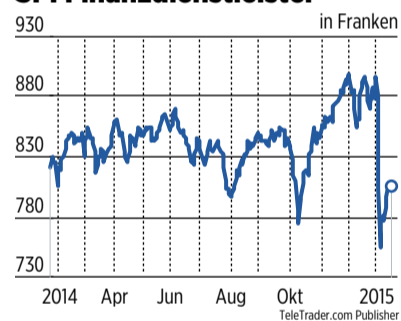
Das heisse: Auf Jahr gerechnet fehlten der Credit Suisse bei einer Frankenaufwertung von nunmehr an die 20 Prozent bis zu 1,2 Milliarden Franken ihrer Erträge. Tatsächlich, so heisst es bei der Bank, sei die Gewinnempfindlichkeit gegenüber Kursveränderungen zwar abhängig von den Durchschnittskursen und von mögli-



**SCHWEIZER STARTUP**  
**Anlegen wie die Profis**  
Zuger Firma lässt Private wie Wall-Street-Gurus investieren. Seite 29



**STRUKIS**  
**Gold glänzt wieder**  
Geldpolitische Turbulenzen sorgen für Hausse bei den Edelmetallen. Seite 30

**SPI Finanzdienstleister**

**Die Vermögensverwaltung wird durch den Wechselkurs auf einen Schlag 15 bis 20 Prozent weniger rentabel.**

chen Gegenmassnahmen des Managements. Wie viel man damit kurzfristig erreichen kann, ist aber nicht bekannt. Jedenfalls machen bereits Gerüchte über ein Sparpaket in Höhe von 500 Millionen Franken die Runde.

Noch schwerer vorherzusagen sind die Auswirkungen der SNB-Entscheidungen auf das Schaltergeschäft der Banken. Dort paart sich die Franken-Stärke mit der Strafzinspolitik: Die SNB zahlt inzwischen nichts mehr für Geld, das man ihr leiht, sondern verlangt 0,75 Prozent Strafzinsen. Banken haben also kein Interesse mehr daran, für ihre Inlandkunden Sparanlagen zu verwalten. Wenn es den Banken gelingt, Sparer stattdessen von einer lukrativeren Geldanlage zu überzeugen, könnte ihnen das sogar nützen. Um einen Zufluss an neuem Geld müssen sich die Finanzinstitute bislang jedenfalls nicht sorgen. Trotz der starken Aufwertung und den negativen Zinsen ist die Nachfrage am Franken bisher ungebrochen.

**GELDFRAGE ALEXANDER MUELLER**

## «Ich erwarte 2015 keine Zinserhöhung in den USA»

Alexander Mueller ist Geschäftsführer und Partner bei der auf Wandelanleihen spezialisierten Investmentboutique **Holinger Asset Management**, Zürich. Mehr als von den historisch tiefen Zinsen sind die Papiere laut Müller derzeit von der Entwicklung an den Aktienmärkten abhängig.

*Wie beurteilen Sie das Quantitative-Easing-Programm der Europäischen Zentralbank (EZB)?*

**Alexander Mueller:** Es war der letzte Versuch, die schwächelnde europäische Wirtschaft in Schwung zu bringen. Wir können nur hoffen, dass die EZB damit eine nachhaltige Wirkung erzielt. Bisher haben die Märkte positiv reagiert. Wenn das Vertrauen in die Wirtschaft zurückkommt, wird sich dies in den Firmengewinnen niederschlagen.

*Welche Auswirkungen hat das Programm auf die Wandelanleihen?*

Die Kurse der Wandelanleihen werden derzeit praktisch nur durch die Entwicklung an den Aktienmärkten beeinflusst. Die Zinsen haben im jetzigen Umfeld keine Wirkung mehr. Zumal Wandelanleihen traditionell eine sehr kurze Duration

aufweisen. Entsprechend hängt die Performance in den nächsten Monaten von der Entwicklung der Aktienmärkte ab.

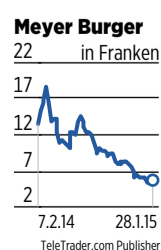
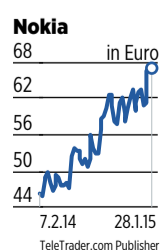
*In der Schweiz sind die Zinsen gar historisch tief. Wie sieht die Lage hier aus?*  
Die Schweiz ist ein Sonderfall. Schweizer Wandelanleihen wie jene von Swisslife, Pargesa, Meyer Burger oder Schindler machen weniger als 1 Prozent des weltweiten Angebots aus. Noch in den 1990er-Jahren waren es gut 10 Prozent. Hinzu kommt, dass Schweizer Wandelanleihen kaum eine Aktiensensitivität aufweisen. Als die Märkte nach der Auflösung der Euro-Untergrenze durch die SNB eingebrochen waren, verloren die Wandler nur 2 bis 3 Prozent.

*Welche Folgen erwarten Sie vom in den USA 2015 erwarteten Zinsanstieg?*

Ich erwarte noch keine Zinserhöhung. Weshalb sollten die USA hier vorpreschen, während Japan und Europa die Märkte mit Liquidität fluten? Zumal aus Inflationssicht dazu keine Notwendigkeit besteht. Die Zinsen werden wohl noch länger tief bleiben. Doch selbst wenn die USA die Zinsen erhöhen, hätte dies ange-

Alexander Mueller  
Holinger Asset Management

**«Von rund 1000 Wandlern sind 2014 nicht mehr als 10 ausgefallen.»**



sichts der hohen Aktienabhängigkeit kaum einen negativen Einfluss auf die Wandelanleihen. Ein Einbruch an den Aktienmärkten wäre deutlich schlechter.

*Nach starken Jahren scheint bei den Wandelanleihen die Luft nun draussen zu sein. Wandelanleihen entwickelten sich in den vergangenen Jahren parallel zu den Aktienmärkten. Entsprechend dürften sie sich weiter prächtig entwickeln, wenn die Märkte seitwärts oder aufwärts tendieren.*

*Das Emissionsvolumen ist 2014 global weiter gestiegen. Wer gibt angesichts der rekordtiefen Zinsen noch Wandler aus? Für die Firmen ist es immer noch eine sehr günstige Finanzierungsmöglichkeit. Hinzu kommen steuerliche Gründe, die für Wandelanleihen sprechen. Gleichwohl kommt der Grossteil der Wandelanleihen aus dem High-Yield-Bereich.*

*Damit steigt das Bonitätsrisiko. Es gehört zu den Hausaufgaben der Wandelanleihen-Investoren, eine Firma genau zu bewerten. Von rund 1000 Wandelanleihen sind 2014 nicht mehr als 10 ausgefallen. Die Ausfälle werden wieder*

steigen, wenn sich eine globale Rezession abzeichnet. Derzeit sehen wir davon aber nichts. Vielmehr haben die Firmen die Tiefzinsphase für eine erfolgreiche Refinanzierung genutzt. Auf diese Weise sollten sie eine Durststrecke überstehen.

*Welche Wandelanleihen empfehlen Sie?*  
Durch die relativ grosse Stückelung der Papiere empfiehlt sich ein Investment über einen Fonds. Derzeit bevorzugen wir europäische Wandelanleihen. Sie haben sich gegenüber den US-Werten deutlich schlechter entwickelt und verfügen angesichts der Geldspritze der EZB über ein grosses Potenzial. Was die Einzelwerte betrifft, so gefällt uns Nokia gut. Das Unternehmen befindet sich in einer Phase positiver Umstrukturierung zu einem führenden Netzwerkausrüster. Daneben sind auch die deutschen Autobauer VW oder Daimler interessant, die von der Euro-Schwäche profitieren. Für risikofreudigere Investoren ist Meyer Burger ein Kauf. Die Wandelanleihe liegt bei 60 Prozent, daraus ergibt sich eine Rendite auf Verfall von 20 Prozent.

INTERVIEW: ROBERTO STEFANO