

AARAUINVEST INSIDE

Der Referenzzinssatz LIBOR wird bis spätestens Ende 2021 abgeschafft.

LIBOR steht für **London Interbank Offered Rate**. Seit den 1980er Jahren sind die Libor-Sätze allgemein anerkannte Referenzzinsen, zu denen eine ausgewählte Gruppe von Banken, sogenannte Panel-Banken, einander unbesicherte kurzfristige Kredite gewähren oder bereit sind zu gewähren. Jeden Tag um 11.00 Uhr Londoner Zeit melden die Panel-Banken der Nachrichtenagentur Thomson Reuters die Zinssätze, zu denen sie glauben, auf dem Interbankenmarkt einen Blankokredit zu bekommen. Von den gemeldeten Werten werden jeweils die 25% höchsten und 25% niedrigsten Werte gestrichen und aus den „mittleren“ 50% ein



Stephan Schurter

Durchschnittszinssatz berechnet. Er wird für verschiedene Laufzeiten (1-12 Monate) sowie für diverse Währungen ermittelt. Der Libor gilt als der bedeutendste Referenzzins an den Finanzmärkten. Er dient als Basiszins für eine grosse Anzahl von Finanzprodukten wie Futures, Optionen oder Geldmarktfonds, welche an den Libor gekoppelt sind. Vielen professionellen Fondsmanagern dient der Libor als Benchmark (Referenzwert) für ihre verwalteten Obligationenvermögen. Ebenso wird der Libor für die Festlegung von Konditionen für Sparkonten, Kredite und Hypotheken herangezogen.

Schweizer Privatpersonen kennen den Libor vor allem im Zusammenhang mit Libor- oder Geldmarkthypotheken. Im Unterschied zu längerfristigen Festhypotheken verfügen Libor Hypotheken über einen variablen Zinssatz. Dieser orientiert sich am 3- und 6-Monats-Libor. Das bedeutet, dass die Zinssätze alle 3 respektive 6 Monate neu fixiert werden. Aufgrund des gegenwärtigen Zinsvorteils gegenüber Festhypotheken sind Libor Hypotheken mit einem geschätzten Marktanteil zwischen 10 und 15 Prozent

immer noch recht beliebt. Dennoch soll der Libor gemäss der britischen Finanzmarktaufsicht FCA bis Ende 2021 abgeschafft werden. Die FCA dürfte vermutlich die Panel-Banken nicht mehr auffordern, Zinssätze zu melden, die zur täglichen Festlegung des Libor herangezogen werden. Hintergrund dieser Entwicklung ist die seit der globalen Finanzkrise rückläufige Nachfrage nach Interbanken-Krediten. Vor allem aber sorgten diverse Skandale rund um den Libor für Aufsehen. Skrupellose Händler diverser Banken manipulierten deren angebotenen Zinssätze, um sich betrügerische Vorteile zu verschaffen. Die überführten Banken wurden folglich mit Bussen in Millionenhöhe bestraft.

Wird der oft erwähnte „Saron“ der neue Libor? Noch ist nicht entschieden, ob der Schweizer Einlagensatz Saron (Swiss Average Rate Overnight) der SIX Group den Libor als Referenz für Schweizer Geldmarktzinsen ersetzen wird. Der Saron scheint als Referenzzinssatz auf jeden Fall geeigneter zu sein, da er auf effektiven Transaktionen basiert und nicht wie der Libor Konditionen reflektiert, zu denen sich Banken Geld ausleihen können oder könnten (fiktiv). Heimische Banken halten sich derzeit noch bedeckt, ob sie den von der Schweizerischen Nationalbank empfohlenen Saron als neuen Referenzzinssatz für Geldmarkt Hypotheken anwenden wollen. Eine Verpflichtung seitens der SNB besteht jedenfalls nicht. Denkbar wäre auch, dass inländische Banken unterschiedliche Referenzzinssätze anwenden werden. Bankenvertreter betonen, dass sie weiterhin vergleichbare Alternativen zu Libor Hypotheken anbieten werden.

Empfehlung: Kreditnehmer mit Geldmarkt Hypotheken sollten sich bei der finanzierenden Bank rechtzeitig erkundigen, in wie fern Bestimmungen von Kreditverträgen mit der Umstellung auf einen neuen Referenzzinssatz angepasst werden (Höhe der Marge, Laufzeiten von Rahmenkrediten, Kosten für die Umwandlung in Festhypotheken, etc.). Falls wir Ihnen dabei behilflich sein können, zögern Sie nicht, uns anzurufen.

MÄRKTE UND MEINUNGEN

Rückblick

Zum Jahresstart hat die Stimmung an den globalen Finanzmärkten überraschend schnell gedreht. Nach panikartigen Verkäufen an den Aktienmärkten im Dezember haben sich die Börsen im ersten Quartal erholt und zu einer starken Rally angesetzt. Am deutlichsten zulegen konnten die US-Börsen, der S&P 500 Index verteuerte sich um 13% und der Technologie Index Nasdaq sogar um 16%. Der Schweizer Leitindex SMI profitierte vom starken Übergewicht der wiederentdeckten Aktien Nestlé, Roche und Novartis und gewann 12%. Der deutsche (industriellastige) DAX Index legte 9% zu und der britische FTSE 100 Index stand nach wie vor unter dem Einfluss der Brexit Debatte, avancierte aber dennoch um 8%.

Wodurch wurde der Stimmungswandel eigentlich ausgelöst? Der Hauptgrund dürfte wohl in der angepassten Geldpolitik der US-Notenbank liegen. Noch im Dezember unterstrich Fed-Chef Jerome Powell die vom Markt

schon länger eingepreiste Haltung, an der restriktiven Politik mit zwei weiteren Zinserhöhungen im laufenden Jahr festzuhalten. Anfang Januar machte Powell eine Kehrtwende und sagte, die Notenbank werde im Hinblick auf weitere Zinserhöhungen „geduldiger“ sein. Das Zinsniveau erachte er als neutral, was bedeutet, dass es die Wirtschaft weder stimuliert noch bremst. Auch der Abbau der Fed Bilanz würde weniger schnell vorangetrieben als ursprünglich kommuniziert und per Ende September vorläufig gestoppt. In der Folge sank die Rendite 10-jähriger US Staatsanleihen von über 3% auf zuletzt 2.5% und US-Hochzinsanleihen erreichten wieder neue Hochs. Wegen der starken Nachfrage haben die Volumen ausstehender Anleihen mit Minusverzinsungen die Marke von 10 Bio. USD überschritten.

Positiv werteten Investoren, dass sich die USA und China im Handelsstreit offenbar etwas angenähert hätten sowie das Ausbleiben enttäuschender Jahresergebnisse kotierter Unternehmen. Über 70% der US-Firmen übertrafen die Analystenerwartungen.

An den Devisenmärkten gab es für Schweizer Anleger nur geringe Schwankungen: USD/CHF und EUR/CHF blieben mit +/- 1% Abweichung praktisch unverändert gegenüber Ende Jahr, und das GBP verteuerte sich um etwa 4%.

Ausblick

Eines vorweg: Sowohl die Fed wie auch die EZB werden die Zinsen 2019 wohl nicht mehr erhöhen. Das sind grundsätzlich gute Nachrichten für Aktien, da die Zinsen länger tief bleiben. Andererseits befürchten wir, dass die Kehrtwende der Notenbanker mit ihrer pessimistischeren Einschätzung bezüglich den Konjunkturaussichten vorübergehend zu erhöhter Volatilität führen wird. Die Finanzwelt wird deshalb bei der Veröffentlichung weiterer Wirtschaftsdaten genau hinsehen, ob sich eine nachlassende Dynamik einschleicht oder nicht. Noch bleiben die Ampeln für das globale Wachstum auf grün. Die US Wirtschaft ist nach wie vor in einer guten Verfassung, was sich an der Industrieproduktion und dem stabilen Konsum ablesen lässt. Wachstumsraten um 2% für 2019 und 2020 sind realistisch. Sollten die Konjunkturdaten enttäuschen, wäre eine Zinssenkung in den USA schnell wieder ein Thema.

Die chinesische Regierung hat auf die lahmende Wirtschaft schnell reagiert und massive Steuersenkungen und grosse Infrastrukturprojekte beschlossen. Bei einer Einigung im Handelsstreit zwischen den USA und China wäre eine globale Rezession, zumindest in naher Zukunft, unwahrscheinlich. Die europäische Zentralbank wird der Konjunkturverlangsamung in der EU mit weiteren Finanzspritzen entgegenwirken wollen, da der Inflationsdruck gering ist. Der jüngst veröffentlichte deutsche Stimmungsindex IFO zeigte prompt eine Stabilisierung gegenüber den letzten beiden Quartalen. Die deutsche Wirtschaft bleibt innerhalb der EU klar die Nummer eins. Die SNB bleibt im Schlepptau der EZB und wird die Minusverzinsung im Jahresverlauf nicht aufgeben können.

Ungelöst bleibt jedoch die enorme weltweite Verschuldung. Je länger die wichtigen Notenbanken die Normalisierung ihrer Geldpolitik hinausschieben, desto grösser ist die Gefahr von Fehlallokationen. Anleger müssen zusätzliche Risiken eingehen, um wenigstens eine sehr geringe Rendite mit Anleihen zu erzielen. Gewisse Firmen lassen sich verleiten, mit billigen Krediten eigene Aktien zurückzukaufen und gefährden somit ihre Bilanzen. Wir analysieren die Bilanzqualitäten unserer Investments regelmässig.

Anlagepolitik

Die unserer Meinung nach zu schnelle Aktienmarktbeziehung nach oben haben wir im 1. Quartal für einzelne Aktienverkäufe genutzt, um etwas Marktrisiko aus den Portfolios zu nehmen. Mit Teilverkäufen haben wir die Positionen **Sonova** und **Starbucks** reduziert. Die Aktie **ABB** haben wir ganz verkauft. Nach der Ankündigung des Managements, die Stromnetzsparte nun doch zu verkaufen, entwickelte sich der Aktienpreis eher enttäuschend. Zudem überzeugte uns der Leistungsausweis der vergangenen Jahre genau so wenig wie die Zukunftsaussichten von ABB. Für ausgewählte Kundendepots kauften wir eine Position **Tesla**. In den letzten Quartalen 2018 konnte Tesla die Ertragskraft sowohl auf Stufe Bruttogewinn wie auch beim Cashflow deutlich steigern. Das hatte uns positiv überrascht. Wir sind uns bewusst, dass Tesla noch ein weiter Weg zu einem nachhaltig rentablen Unternehmen bevorsteht und haben die Aktie deshalb nur für risikofreudige Investoren gekauft. Auf Portfolioebene halten wir an der Übergewichtung von Aktien fest und bleiben themenfokussiert mit Einzelaktien.

Das anhaltend extrem tiefe Zinsniveau bleibt für jeden Obligationenmanager eine grosse Herausforderung. Viele Segmente weisen nach wie vor negative Renditen auf, sodass wir keine Veranlassung sehen, an der deutlichen Untergewichtung von Obligationen etwas zu ändern. Wir erachten es als die beste Strategie, Schuldnerqualitäten sowie verschiedene Laufzeiten mit fondsbasierten Lösungen zu diversifizieren. Eine Änderung nahmen wir dennoch vor. Wir verkauften den Obligationenfonds **Janus Henderson**, da Bill Gross, Manager des Fonds, seinen Rücktritt bekannt gab und in Pension geht. Bei Einkommensstrategien haben wir uns für einen Indexfonds mit kurzfristigen US-Staatsanleihen entschieden, bei allen anderen Strategien verbuchten wir den Verkaufserlös zu Gunsten der Liquidität.