



VON GRAFFENRIED  
PRIVATBANK

# FINANZMÄRKTE IM FOKUS

DRITTES QUARTAL 2017

## Ermutigendes aus der Eurozone

Auf politischer Ebene hat sich im laufenden Jahr für die EU einstweilen einigiges zum Positiven gewendet. Nachdem sich in Frankreich die proeuropäischen Kräfte klar durchgesetzt haben, setzt Deutschland – trotz schwieriger anstehender Regierungsbildung – für weitere vier Jahre auf Kontinuität. So entwickelt sich die Konjunktur sowohl in den USA und Japan als auch in der Eurozone weiterhin recht dynamisch mit einer nunmehr sogar konvergierenden Wirtschaftsentwicklung unter den einzelnen Mitgliedsländern. Während in Deutschland die Zeichen weiterhin auf Expansion stehen, haben einstige Sorgenländer wie Spanien die Talsohle durchschritten und vermelden ebenfalls ansprechende Wachstumsraten. Allerdings schrumpfte die Wirtschaft in den Jahren der Immobilienkrise von 2008 bis 2013 um annähernd 10 %. Dennoch entspricht die spanische Wirtschaftsleistung unterdessen immerhin wieder dem Vorkrisenniveau. Möglich wurde diese Erholung durch eine innere Abwertung.

Weitaus flacher fällt dagegen die Erholung in Italien aus. Das Land leidet nach wie vor unter erheblichen Strukturdefiziten, die durch das Volks-Nein zur Verfassungsreform vom vergangenen Dezember zementiert wurden. Davon zeugt auch der Berg fauler Kredite im italienischen Bankensystem, der insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen den Zugang zu Krediten erschwert. Auch der Staat ächzt unter einer Schuldenlast, die mit 2'260 Milliarden Euro das Bruttoinlandsprodukt immer noch um den Faktor 1,3 übersteigt und den Handlungsspielraum der Regierung erheblich einschränkt. Zudem müssen gemäss italienischer Verfas-

sung die nächsten Wahlen bis spätestens am 23. Mai 2018 erfolgt sein. Derzeit scheint keine der etablierten Parteien mehrheitsfähig zu sein. Somit besteht ein gewisses Risiko, dass die Protestbewegung «5 Stelle» und die rechtspopulistische Lega Nord, unter der Führung des gerade sein politisches Comeback feiernden 81-jährigen Silvio Berlusconi, als Wahlsieger hervorgehen könnten. Dieses Szenario hat also durchaus das Potenzial, die Phase der relativen Ruhe in der Eurozone zu beenden.

## Kaum Teuerung

Trotz der beschriebenen regen Wirtschaftstätigkeit verharren die Inflationsraten in den wichtigsten Volkswirtschaften auf unnatürlich tiefen Niveaus. Zurückzuführen ist dies primär auf das ausbleibende Lohnwachstum. Üblicherweise müssen Arbeitgeber in Phasen sinkender Arbeitslosenquoten die Löhne erhöhen. Derzeit kehren indes viele Arbeitnehmer nach der Krise erst wieder auf den Arbeitsmarkt zurück und sorgen damit für ein zusätzliches Angebot an Arbeitskräften. Bei diesen Jobs handelt es sich hauptsächlich um Stellen im Tieflohnbereich, so dass insge-

samt das Lohnwachstum deutlich unter den Erwartungen der Notenbanken verharret. Einen weiteren Erklärungsansatz für die kaum anziehende Teuerung liefern die fortschreitenden technologischen Innovationen. Beispielsweise können dank Smartphones Preise jederzeit und überall verglichen werden. Dies lässt Anbietern aus der «Old-Economy» kaum Raum für Preiserhöhungen. Die niedrigen Inflationsraten erlauben es den Notenbanken, ihre Leitzinsen auf weiterhin tiefen Niveaus zu belassen und damit länger an ihrer expansiven Geldpolitik festzuhalten. Dabei entpuppen sich die Währungshüter abermals als willkommene Gehilfen der klammern Staaten, deren Regierungen es kaum gelingen wird, mittels umsichtiger Haushaltspolitik die Schuldenstände nachhaltig zu reduzieren. Besser vermittelbar ist es, die Kapitalmarktzinsen an oder unter die Inflationsraten zu drücken und damit in der Tendenz für negative Realzinsen zu sorgen. Dieses Mittel der finanziellen Repression erlaubt es den Staaten, über eine längere Zeit, aber dafür umso lautloser, den Schuldenberg abzutragen. Die Zeche dafür bezahlen die Sparer, die über negative Realzinsen schleichend enteignet werden.

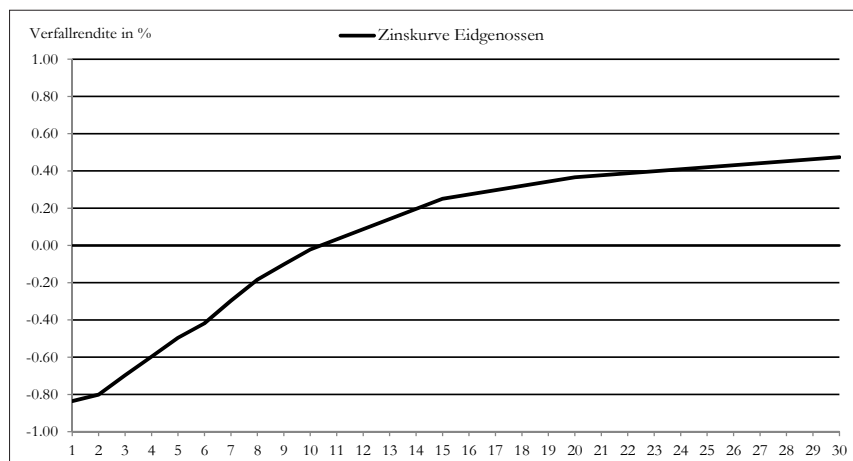


Abb. 1: Zinskurve Eidgenossen Laufzeit 1 bis 30 Jahre

Quelle: Bloomberg



GR Fonds per 30.09.2017	Nettoinventarwert in CHF	Veränderung seit 01.01.2017
GR Aktien Schweiz R	222.94	15.74%
GR Aktien Schweiz Small & Mid Caps R	180.20	22.31%

Abb. 2: 01.01.2017 – 30.09.2017

Quelle: Bloomberg

### Notenbanken weiterhin im Fokus

Die eingangs beschriebene Entspannung in der Eurozone führte entgegen den Analystenerwartungen zu einem Höhenflug der europäischen Einheitswährung, die sich seit Anfang Jahr gegenüber dem US-Dollar um 12 % aufwertete. Auch gegenüber dem Schweizer Franken notiert der Euro zurzeit um 1,14. Diese ausgeprägten Währungsbewegungen stellen die Notenbanker vor veränderte Ausgangslagen. In den USA kommt die Schwäche des Greenbacks der Fed-Chefin Janet Yellen entgegen und macht den Weg frei für weitere Leitzinserhöhungen und die gemächliche Reduktion der auf 4'500 Milliarden US-Dollar angewachsenen Notenbankbilanz.

Weniger rosig präsentiert sich die Ausgangslage auf dieser Seite des Atlantiks. Hier warten die Märkte gespannt auf die Stellungnahme des EZB-Präsidenten Mario Draghi zum noch mindestens bis Ende Jahr laufenden Anleihenrückkaufprogramm über derzeit 60 Milliarden Euro pro Monat. Angesichts der sich aufgehellten Konjunkturaussichten drängt sich eigent-

lich ein Zurückfahren dieser Massnahmen auf. Allerdings hemmt der starke Euro über die Exporte die Wirtschaftsentwicklung und wirkt sich über tiefere Importpreise dämpfend auf die ohnehin niedrigen Inflationsraten aus. Somit dürfte die EZB weiterhin aktiv in die Obligationenmärkte eingreifen und so die Zinsen tief halten.

Weil sich die Schweizerische Nationalbank (SNB) am Ende dieser Wirkungskette befindet, werden Worte und Taten der europäischen Währungshüter auch hierzulande mit Argusaugen verfolgt. Interventionen am Devisenmarkt und Negativzinsen sind für Thomas Jordan, den Präsidenten der SNB, nach wie vor die beiden Mittel zur Bekämpfung der Frankenstärke, zu denen er sich klar bekennt. Bis Ende dieses Jahres wird die SNB über Negativzinsen ungefähr 2 Milliarden Schweizer Franken eingenommen haben. Diese Negativzinsen werden den Geschäftsbanken auf Guthaben bei der SNB oberhalb ihrer individuell festgelegten Freigrenze belastet. Banken überwälzen einen Teil der bezahlten Negativzinsen an ihre Kunden, beispielsweise über höhere Gebühren. Die Pri-

vatbank Von Graffenried AG hat ihren Kunden bis anhin keine Negativzinsen weiterbelastet. Dass in diesem Umfeld 0 % ein absoluter Vorzugszins ist, lässt sich auch an der Zinskurve für Schweizer Staatsanleihen ablesen (Abb. 1).

### Ausblick

Der freundliche Konjunkturverlauf wirkt sich auch positiv auf die Gewinnentwicklung der börsenkotierten Unternehmen aus. Obwohl die absoluten Bewertungen an den Aktienmärkten mittlerweile erhöhte Niveaus aufweisen, finden die Notierungen Unterstützung durch die nach wie vor tiefen Zinsen. Risiken für die Aktienmärkte gehen derzeit von einem möglichen zyklischen Abschwung der US-Konjunktur und von geopolitischen Gefahren, wie beispielsweise einer Eskalation der Nordkoreakrise aus. Vorderhand halten wir allerdings an unserem taktischen Aktienübergewicht fest. Insbesondere in Zeiten, in denen Notenbanken die Kapitalmarktzinsen künstlich tief halten, ist es unerlässlich, eine auf das persönliche Anlageprofil abgestimmte Anlagestrategie festzulegen. Diese gilt es dann diszipliniert in einem gut diversifizierten Portfolio umzusetzen und regelmässig zu hinterfragen.

Simon Wyss  
simon.wyss@graffenried-bank.ch

Kategorie	per 30.09.2017	Veränderung in Lokalwährung	Veränderung in CHF
Aktien Schweiz (SPI)	10447.33	16.53 %	16.53 %
Aktien Schweiz (Small & Mid Caps)	4089.92	23.41 %	23.41 %
Aktien Europa (EuroStoxx 50)	3594.85	12.44 %	19.88 %
Aktien USA (S&P 500)	2519.36	14.24 %	8.86 %
Obligationen Schweiz	-0.02 %*	-1.00 %	-1.00 %
Obligationen Euro	0.46 %*	-0.29 %	6.32 %
Obligationen USA	2.33 %*	2.24 %	-2.57 %
Erdölpreis pro Barrel (USD, WTI)	51.67	-3.82 %	-8.35 %
Goldpreis pro Unze (USD)	1280.15	11.10 %	5.87 %
US-Dollar (zum CHF)	0.9693		-4.71 %
Euro (zum CHF)	1.1440		6.63 %

\*Rendite 10-jährige Staatsanleihen (Euro = Deutschland)

Abb. 3: Wertveränderungen 01.01.2017 – 30.09.2017

Quelle: Bloomberg

## IMPRESSUM & KONTAKT

Privatbank Von Graffenried AG – Ihre Berner Privatbank  
Marktgas-Passage 3, Postfach, 3001 Bern, Tel. +41 31 320 52 22, Fax +41 31 320 51 30

**GRAFFENRIED.CH**  
PRIVATBANK | LIEGENSCHAFTEN  
TREUHAND | RECHT