



FINANZMÄRKTE IM FOKUS

EINE KUNDENINFORMATION DER PRIVATBANK VON GRAFFENRIED AG

Zweites Quartal 2019

Mehr Negativzins

Minus 0,83 % pro Jahr – so viel «erhalten» Anleger bei einer Investition in als risikolos geltende Anleihen der Eidgenossenschaft mit 5-jähriger Laufzeit. Dies bedeutet, dass bei einer heutigen Investition von 100 Schweizer Franken in fünf Jahren lediglich knapp 96 Franken zurück bezahlt werden. Notabene ohne jegliche jährliche Zinszahlung.

Zinssätze bestimmen Vermögenspreise

Der risikolose Zinssatz und dessen Entwicklung spielen bei der Bewertung von Vermögenswerten eine entscheidende Rolle. Am offensichtlichsten wird dies bei Obligationen. Dies sei am Beispiel einer Anleihe mit einer jährlichen Zinszahlung (Coupon) von angenommenen 0,5 % erklärt. Bei einem Preis von 100 % (pari) entspricht die Verfallrendite exakt dem jährlichen Coupon. Sinken die Kapitalmarktzinsen, steigt der Preis der Anleihe. Weil nun für die gleiche Obligation mehr als 100 % bezahlt werden muss, passt sich damit auch die Verfallrendite dem neuen, tieferen Kapitalmarktzinsniveau an. Steigen hingegen die Kapitalmarktzinsen, tritt der umgekehrte Effekt in Kraft und die Obligationennotierungen sinken.

Auch bei Investitionen in Immobilien spielt die Zinsentwicklung eine wichtige Rolle. Vereinfacht ausgedrückt, ergibt sich die Rendite von Immobilien aus den Mieterträgen abzüglich Kosten. Diese Cash-Flows werden umso attraktiver, je tiefer die Zinsen für risikolose Anlagen sind. Entsprechend erklären sich in einem solchen Szenario Immobilienkäufer bereit, für Renditeobjekte höhere Preise zu bezahlen, was die Cash-Flow-Renditen senkt. Kommt hinzu, dass Immobilien teilweise mittels Fremdfinanzierung erworben werden. Durch tiefere Fremdkapitalkosten werden Immobilien erschwinglicher, was für sich genommen zu höheren Preisen führt.

Etwas komplizierter, aber mit den von der Systematik her gleichen Überlegungen, lassen tiefere Zinsen höhere Aktienpreise und -bewertungen zu. In diesem Zusammenhang wird besonders häufig das Wort Risikoprämie verwendet. Offensichtlich sind Aktien deutlich höheren Schwankungen ausgesetzt als risikolose Eidgenossen. Um für diese Schwankungen entschädigt zu werden, verlangen Investoren in Dividendenpapiere eine sogenannte Risikoprämie, einen Aufschlag in Form einer langfristig höheren Rendite. Zur Berechnung der Risikoprämie existieren verschiedene Ansätze und Modelle, wobei es sich dabei jeweils um theoretische Konstrukte und keinesfalls um eine exakte Wissenschaft handelt. Ein etabliertes und vergleichsweise einfaches Modell ist das Konzept der Gewinnrendite. Diese lässt sich aus dem Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) berechnen. Aus einem KGV von 20 ergibt sich somit eine Gewinnrendite von 5 % (1/20).

Sinken nun die risikolosen Zinssätze bei einer auf gleichem Niveau verharrenden Gewinnrendite, führt dies zu einem Anstieg der Risikoprämie. Dieser Umstand lässt also wiederum höhere Aktienkurse und damit bei gleich bleibenden Gewinnerwartungen ebenfalls höhere KGVs zu. Damit sinkt die Risikoprämie wieder auf ihr ursprüngliches Niveau. Das KGV muss also immer auch im Kontext zum jeweiligen Zinsniveau beurteilt werden. Historische KGV-Vergleiche taugen deshalb nur eingeschränkt. Verschiedene Untersuchungen gehen langfristig von durchschnittlichen Risikoprämien für Aktien von ungefähr 5 % aus.

Gold in neuem Glanz

Gold wirft keinerlei Rendite ab, bietet aber immerhin eine Nullverzinsung. Als Vergleich notieren derzeit weltweit Anleihen mit einem geschätzten Volumen von 13'000 Milliarden US-Dollar mit einer negativen Verfallrendite. Zusätzlich unterstützt wird der Goldpreis durch einen schwächeren US-Dollar, der das Edelmetall für Anleger ausserhalb des Dollarraums attraktiver macht und damit für zusätzliche Nachfrage sorgt. Zudem vermochte der Goldpreis den charttechnisch wichtigen Widerstand bei 1'400 US-Dollar pro Unze zu durchstossen und notiert somit auf dem höchsten Stand seit Mitte 2013 (Abb. 1).

Zinssätze sind also Ausgangspunkt für die Bewertung von Vermögenspreisen und beeinflussen diese massgeblich; tiefere Zinsen lassen höhere Bewertungen zu und höhere Zinsen führen zu tieferen Bewertungen.

Ungeduldige Notenbanker

Ausgelöst wurden diese tieferen Zinsen einmal mehr durch die Notenbanken. Zuerst stellte Mario Draghi, der Chef der Europäischen Zentralbank (EZB), weitere geldpolitische Lockerungen in Aussicht, sollten Wirtschaftswachstum und Inflationsaussichten

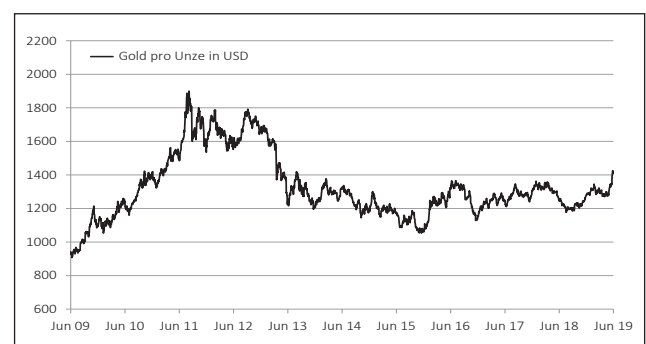


Abb. 1: Kursentwicklung Gold pro Unze (30.06.2009 – 30.06.2019)

Quelle: Bloomberg



VON GRAFFENRIED PRIVATBANK

GR Fonds per 30.06.2019	Nettoinventarwert in CHF	Veränderung seit 01.01.2019
GR Aktien Schweiz R	248.04	20.94 %
GR Aktien Schweiz Small & Mid Caps R	187.45	19.77 %

Abb. 2: GR Fonds 01.01.2019 – 30.06.2019 *Quelle: Bloomberg*

nicht bald anziehen. Dazu sind sowohl weitere Senkungen des Leitzinses als auch eine Wiederaufnahme des erst per Ende 2018 gestoppten Anleiherückkaufprogramms denkbar. Auf diese Aussage waren die Märkte nicht vorbereitet, ging man doch von einer unveränderten Geldpolitik aus. Entsprechend positiv reagierten vor allem die Aktiennotierungen. Ebenfalls bedeutende Anpassungen an ihrer geldpolitischen Ausrichtung nahm die US-Notenbank Fed unter der Leitung von Jerome Powell vor. Demnach werden die Währungshüter nicht mehr «geduldig» sondern «angemessen» auf die Wirtschaftsentwicklung reagieren. Somit wird die Geldpolitik wieder datenabhängiger ausgerichtet. Der Konsensus geht von einer ersten Zinssenkung bereits im Juli aus. Diese würde den erst Ende 2015 begonnenen und flach verlaufenden Zinserhöhungszyklus schon wieder beenden. Zudem rechnen die Marktakteure bis Ende Jahr mit einer bis zwei weiteren Zinssenkungen. Insbesondere in den USA befindet sich die Konjunktur nach wie vor in einer robusten Verfassung. Allerdings mehren sich die Anzeichen einer nachlassenden Dynamik. Die nach einer Phase der relativen Ruhe wieder aufgeflamten handelspolitischen Spannungen, insbesondere zwischen den USA und China, tragen zusätzlich zur Nervosität der Notenbanker bei. Ebenfalls sorgen die geopolitischen Spannungen zwischen den USA und dem Iran für zusätzliche Verunsicherung. Trotzdem weisen die sich abzeich-

nenden Zinssenkungen präventiven Charakter auf. Die Konjunktur soll mit allen geldpolitischen Mitteln unterstützt werden. In einer anhaltend kniffligen Phase befindet sich die Schweizerische Nationalbank (SNB). Angesichts der sich abzeichnenden Verengung der Zinsdifferenz zum wichtigsten Handelspartner EU und der handels- und geopolitischen Spannungen wertete sich der Schweizer Franken weiter auf (Abb. 3). Entsprechend schliesst auch SNB-Präsident Thomas Jordan weitere Zinssenkungen explizit nicht aus.

Ausblick

Ein verhaltenes, aber bis anhin intaktes Wirtschaftswachstum sowie die Aussicht auf eine expansivere Geldpolitik der wichtigsten Notenbanken wirkten als Treiber für die bis dato sehr gute Entwicklung aller Anlagekategorien seit Anfang Jahr. Insbesondere in der Gunst der Anleger standen so genannte Hochqualitätsaktien mit solidem Geschäftsmodell und stabilen bis steigenden Ausschüttungen. Derweil bekundeten Papiere aus zyklischen Sektoren wie Industrie oder Automobil mehr Mühe, mit der Gesamtmarktentwicklung mitzuhalten. Unvermindert unter dem Negativzinsumfeld leiden die Aktien europäischer Grossbanken, die zudem mit erheblichen strukturellen Problemen zu kämpfen haben. Wir halten vorderhand an unserem organisch gewachsenen Aktienübergewicht fest. Bei der Selektion bevorzugen wir weiterhin defensive Qualitätstitel. In einem nach wie vor unübersichtlichen Anlageumfeld, in dem ein ungnädiger Tweet jederzeit zu einem Stimmungsumschwung führen kann, gehört für uns ebenfalls Gold als nicht beliebig vermehrbare Krisenwährung in ein diversifiziertes Portfolio.

Simon Wyss
simon.wyss@graffenried.ch

Kategorie	per 30.06.2019	Veränderung in Lokalwährung	Veränderung in CHF
Aktien Schweiz (SPI)	11977.38	21.84 %	21.84 %
Aktien Schweiz (Small & Mid Caps)	4270.33	20.00 %	20.00 %
Aktien Europa (EuroStoxx 50)	3473.69	19.22 %	17.52 %
Aktien USA (S&P 500)	2941.76	18.54 %	17.83 %
Obligationen Schweiz	-0.53 %*	3.22 %	3.22 %
Obligationen Euro	-0.33 %*	5.81 %	4.31 %
Obligationen USA	2.01 %*	5.17 %	4.54 %
Erdölpreis pro Barrel (USD, WTI)	58.47	28.76 %	27.99 %
Goldpreis pro Unze (USD)	1409.60	9.99 %	9.33 %
US-Dollar (zum CHF)	0.9769		-0.60 %
Euro (zum CHF)	1.1096		-1.42 %

*Rendite 10-jährige Staatsanleihen (Euro = Deutschland)

Abb. 3: Wertveränderungen 01.01.2019 – 30.06.2019

Quelle: Bloomberg

PRIVATBANK VON GRAFFENRIED AG

Marktgass-Passage 3, Postfach, 3001 Bern
Telefon +41 31 320 52 22, bank@graffenried.ch,
www.graffenried-bank.ch

Nidaugasse 35, 2501 Biel-Bienne
Telefon +41 32 328 73 50, biel@graffenried.ch
www.graffenried-bank.ch