



# FINANZMÄRKTE IM FOKUS

EINE KUNDENINFORMATION DER PRIVATBANK VON GRAFFENRIED AG

## Jahresende 2019

### Überdurchschnittliches Anlagejahr

Nach dem enttäuschenden Aktienjahrgang 2018 mit stark nachlassenden Notierungen im vierten Quartal blieb den Investoren nicht allzu lange Zeit zum Luftholen. Einmal mehr war mit den Notenbanken der Auslöser der einsetzenden Trendwende rasch ausgemacht. So deutete Jerome Powell, Vorsitzender der US-Notenbank Federal Reserve (Fed), bereits Anfang Januar eine geldpolitisch grosszügigere Haltung an und gab damit den Startschuss zu einem ausserordentlich starken Aktienjahrgang 2019 (Abb. 3). Rechneten die Anleger zu Beginn des soeben vergangenen Jahres mit zwei weiteren Zinserhöhungen des Fed, resultierten stattdessen insgesamt drei Zinssenkungen. Risikobehaftete Wertpapiere, wie Aktien oder auch Unternehmensanleihen mit tiefer Qualität, wurden wieder stärker nachgefragt, was zu steigenden Notierungen führte. Gemessen am Swiss Performance Index (SPI) mussten sich Anleger nur bis Mitte Februar gedulden, bis der Rücksetzer vom 2018 wieder aufgeholt war. Einmal mehr gaben also die Notenbanken dem Druck der Finanzmärkte nach und verschoben die Normalisierung der Zinspolitik auf unbestimmte Zeit.

### Stotternde Konjunkturlokomotive Deutschland

Tatsächlich schwächelte insbesondere zu Jahresbeginn die Konjunktur in den weltweit wichtigsten Volkswirtschaften und Rezessionsängste liessen Anleger vor allem gegenüber zyklischen Aktienwerten Vorsicht walten. Intakt, wenn auch nicht dynamisch sind die Wachstumserwartungen für die US-amerikanische Volkswirtschaft, die weiterhin um die 2 % wachsen wird. Hingegen konnte Deutschland als bedeutendste Volkswirtschaft der Eurozone eine technische Rezession – definiert durch zwei aufeinanderfolgende Quartale negativen Wachstums – haarscharf vermeiden. Gestützt wurde das Wachstum durch den staatlichen und auch den privaten Konsum, der von der anhaltend robusten Situation an den Arbeitsmärkten profitiert. Schwach entwickelte sich hingegen die deutsche Industrieproduktion. Insgesamt ergibt sich bezüglich der weiteren Konjunktorentwicklung in Deutschland ein eher gemischtes Bild mit Chancen und Risiken, die sich ungefähr die Waage halten.

Somit entspricht eine flach verlaufende Wirtschaftsentwicklung derzeit dem Hauptszenario.

Der bereits seit fast zwei Jahren andauernde Handelskonflikt zwischen den USA und China hinterlässt also nunmehr deutliche Brems Spuren in den Wachstumsraten der wichtigsten Industrienationen. Wie erwähnt leidet insbesondere auch Exportweltmeister Deutschland unter den damit verbundenen Unsicherheiten. Das Aufschieben von Investitionsplänen ist nur eine Konsequenz davon, die sich unmittelbar auf die Gesamtnachfrage auswirkt.

Neben den Handelsquerelen kämpft der für das deutsche Wachstum bedeutungsvolle Automobilsektor mit weiteren Problemkreisen. Neue Abgastestverfahren sorgen für einen höheren ausgewiesenen CO<sub>2</sub>-Ausstoss der jeweiligen Neuwagenflotte. Kommt hinzu, dass die Produktion reiner Elektroautos – deren weitere Entwicklung mit milliardenschweren Investitionen verbunden sein wird – erst langsam anläuft. Bei einer Überschreitung des für jeden Hersteller individuell festgelegten CO<sub>2</sub>-Grenzwerts werden happige Strafzahlungen fällig. All diese Unsicherheiten widerspiegeln sich in den äusserst tiefen Bewertungen von Automobilaktien. Als Beispiel beläuft sich bei einem erwarteten Umsatz von 100 Milliarden Euro die Marktkapitalisierung von BMW auf lediglich noch 47 Milliarden Euro.

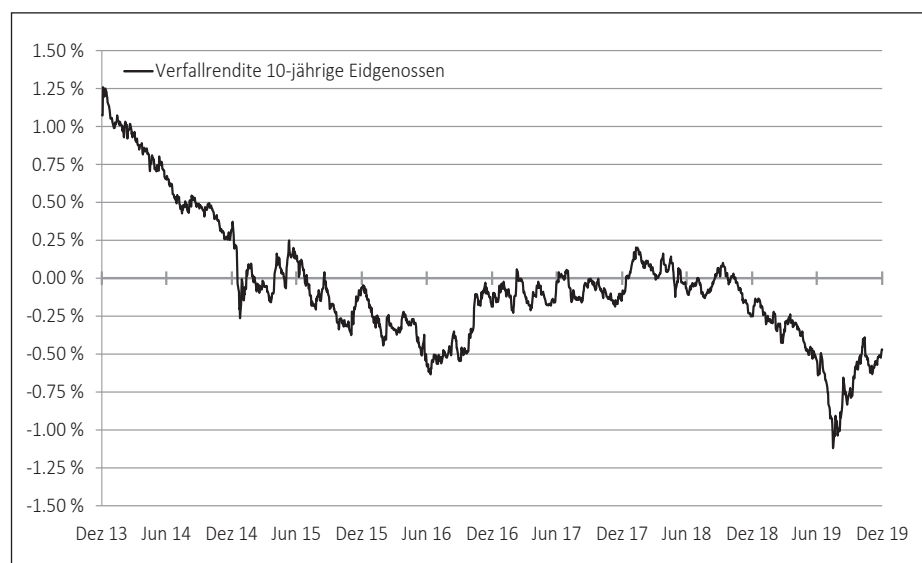


Abb. 1: Entwicklung Verfallrendite 10-jährige Eidgenossen (01.01.2014 – 31.12.2019)

Quelle: Bloomberg



## VON GRAFFENRIED PRIVATBANK

### Rauchzeichen im Handelskonflikt

Im Verlauf des Spätsommers kam endlich etwas Bewegung in die Verhandlungen zwischen den USA und China, so dass kurz vor Jahresende ein sogenannter «Phase-1-Deal» verkündet werden konnte. Dieser ist allerdings in vielen Punkten vage und auch noch nicht unterzeichnet. Immerhin lässt sich festhalten, dass damit eine weitere Eskalation im Handelsstreit vorerst verhindert werden konnte. Klar ist hingegen auch, dass sich die angestrebte Neuausrichtung der Handelsbeziehungen zwischen den beiden Grossmächten noch über mehrere Jahre hinziehen wird. Die wirklich grossen Brocken und Streitpunkte, wie die chinesische Diskriminierung ausländischer Investoren oder auch die massive Subventionierung chinesischer Staatsunternehmen, sind erst für «Phase 2» vorgesehen.

Ebenfalls zu einer gewissen Entspannung kam es in der zweiten Jahreshälfte in Sachen Brexit. Der letztlich deutliche Sieg der Konservativen anlässlich der Neuwahlen klärte die Verhältnisse vorerst. Nichtsdestotrotz naht die mit der EU ausgehandelte Übergangsfrist bereits Ende 2020. Eine Verlängerung wurde durch den britischen Premierminister Boris Johnson kategorisch ausgeschlossen. In der Summe hat sich das Risiko eines harten Brexits trotzdem etwas verringert. Auch in dieser Saga dürfte die letzte Episode freilich noch länger nicht geschrieben sein.

### Rückkehr zum geldpolitischen Verwöhn-Programm

Wie bereits eingangs erwähnt, reagierten auch die Notenbanken auf die tieferen Wachstumsaussichten. Entsprechend entschied sich die Europäische Zentralbank (EZB) für weitere geldpolitische Lockerungen. Dabei sorgen sich die Währungshüter vor allem um die nach wie vor zu tiefen Teuerungsraten, die weiterhin deutlich unter dem deklarierten Ziel von «knapp unter 2 %» liegen. Als wichtigste und im Rat ebenso umstrittene Massnahme gilt die Wiederinbetriebnahme des erst Ende 2018 eingestellten Anleihenrückkaufprogramms (Quantitative Easing). So kauft die EZB ab November 2019 monatlich Anleihen im Wert von 20 Milliarden Euro am Markt, ohne sich dabei auf eine Beendigung des Kaufprogramms festzulegen. Somit lässt sich festhalten, dass eine geldpolitische Wende der EZB auf längere Zeit nicht abzusehen ist. Dies hängt auch mit der Inauguration von Christine Lagarde per 1. November 2019 als Nachfolgerin von Mario Draghi auf dem EZB-Präsidium zusammen. Die vormalige Chefin des Internationalen Währungsfonds (IWF) ist politisch bestens vernetzt und gilt gemeinhin als Garant für die Fortführung der aktuellen Geldpolitik.

Angesichts dieser geldpolitischen Kehrtwenden der wichtigsten Notenbanken war auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) gefordert, ohne jedoch vorerst weitere Mass-

nahmen anzukündigen. Allerdings reduzierten die hiesigen Notenbanker ihre Inflationsprognosen signifikant. Demnach wird sich die Teuerung über die nächsten drei Jahre unter einem Prozent bewegen. Für 2020 geht der Konsensus von einer Rate von lediglich 0,4 % aus. Nach wie vor hält die SNB den Schweizer Franken für überbewertet und muss sich mit der zusätzlichen Liquidität aus erwähntem Anleihenrückkaufprogramm der EZB auseinandersetzen. Um die Inflationsraten einigermaßen auf erhöhtem Niveau zu halten und die hiesige Exportwirtschaft mit den damit zusammenhängenden Arbeitsplätzen zu schützen, wird die SNB bei Bedarf weiterhin am Devisenmarkt intervenieren. Um den Franken zusätzlich unattraktiv zu machen, ist somit eine Zinssenkung keineswegs vom Tisch. Der am 15. Januar 2015 ursprünglich als Notmassnahme zur Bekämpfung der Frankenstärke eingeführte Negativzins von 0,75 % pro Jahr ist also gekommen, um noch für weitere Jahre zu bleiben. Diese Erkenntnis verfestigte sich auch bei den Geschäftsbanken, die trotz höherer Freigrenzen ihr Strafzinsregime verschärften. Somit dürfte es für Anleger kaum mehr möglich sein, grössere Liquiditätsbestände ohne Guthabengebühr zu halten.

### Zinsen auf erneuter Talfahrt

Die geldpolitischen Spitzkehren zurück zu einer expansiven Politik verbunden mit der Erkenntnis, dass die Notenbanken bis auf weiteres daran festhalten werden, schickten die Zinsen von Staatsanleihen auf eine erneute Talfahrt. Die Verfallrendite 10-jähriger Eidgenossen erreichte Mitte August ein neues Allzeittief von minus 1,13 %, bevor gegen Jahresende eine leichte Normalisierung einsetzte (Abb. 1). Trotzdem notieren sämtliche der als risikolos geltenden Schweizer Staatsanleihen mit negativen Verfallrenditen, was auch für den mit einer 45-jährigen Restlaufzeit ausgestatteten Eidgenossen gilt. Sparer müssen sich also weiterhin damit abfinden, dass ihr Kapital bei Investitionen in risikolosen Anlagen auf nominaler Basis abnimmt. Höhere Rendite kann nur erwarten, wer bereit ist, grössere Risiken in Form von Kurschwankungen in Kauf zu nehmen.

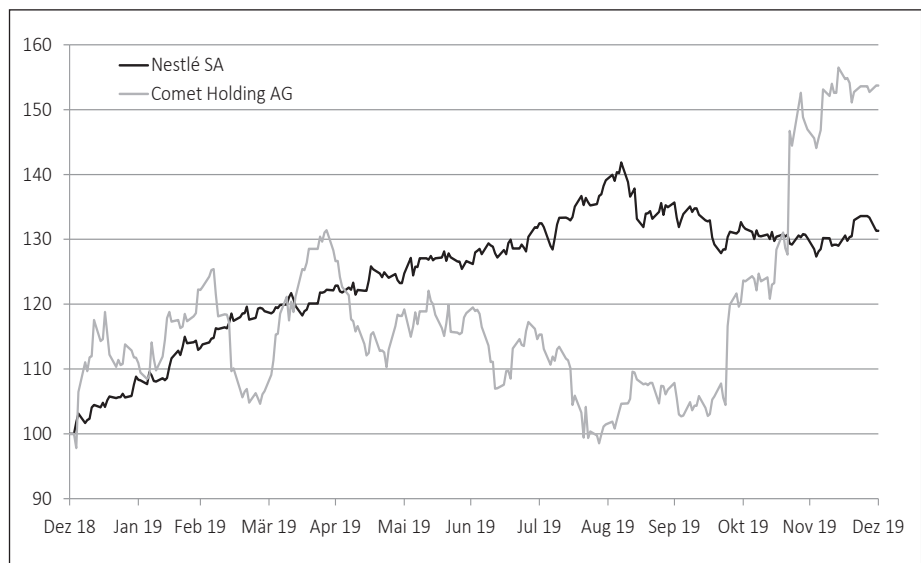


Abb. 2: Vergleich Namenaktien Nestlé mit Comet indexiert (01.01.2019 – 31.12.2019)

Quelle: Bloomberg



## VON GRAFFENRIED PRIVATBANK

### Wiederentdeckte Zykliker

Die Entspannungssignale an der (geld-)politischen Front liessen die Anleger im Verlaufe des dritten Quartals neuen Mut fassen. Dies ging auch mit einer Wachablösung bezüglich Führerschaft an den Aktienmärkten einher. Defensive Hochqualitätsaktien, beispielsweise aus dem Nahrungsmittel- oder Pharmasektor, wurden durch zyklische, also konjunktursensitive Werte abgelöst. Abb. 2 zeigt dies eindrücklich am Vergleich der Kursentwicklungen der Namenaktien von Nestlé mit denjenigen von Comet. Die Papiere des Flamatter Technologieunternehmens avancierten in nur zwei Monaten um fast 50 %.

### Ausblick

Werden die einzelnen marktbeeinflussenden Faktoren zusammengeführt, lässt sich festhalten, dass die Finanzmärkte weiterhin von politischen Unsicherheiten geprägt sein werden. Dementsprechend werden Themen wie Brexit und Handelskrise die Finanzmärkte auch im soeben angebrochenen Jahr immer wieder beschäftigen und zu erhöhten Kursschwankungen führen. Typischerweise weisen jedoch Ereignisse, die bekannt sind, ein geringeres Potenzial auf, grössere Marktverwerfungen auszulösen. Die damit verbundenen Risiken wurden von den mehrheitlich informationseffizienten Märkten nämlich bereits in die Kurse eskomptiert.

2020 wird für die USA als wichtigste Wirtschaftsnation ein Wahljahr sein, das bereits seine Schatten vorauswirft. So hat das demokratisch dominierte Repräsentantenhaus offiziell über ein Amtsenthebungsverfahren gegen Präsident Donald Trump entschieden. Die Anklagepunkte lauten auf Amtsmissbrauch und Justizbehinderung in der Ukraine-Affäre. Voraussichtlich im Januar wird der von Republikanern kontrollierte Senat über die tatsächliche Amtsenthebung zu befinden haben. Dazu ist die Zustimmung von mindestens 2/3 der Senatoren nötig. Eine tatsächliche Amtsenthebung Trumps ist damit so gut wie ausgeschlossen. Er dürfte damit sogar gestärkt aus dem Verfahren hervorgehen. Zudem lässt sich auf demokratischer Seite derzeit keine Kandidatin aus-

machen, die Trump das Amt streitig machen könnte. Aus heutiger Sicht ist also eine Wiederwahl des amtierenden und wirtschaftsfreundlichen Präsidenten das wahrscheinlichste Szenario. Wallstreet dürfte dies trotz der Unberechenbarkeit Trumps mit Wohlwollen zur Kenntnis nehmen. Allerdings mahnen uns die Lehren aus der Vergangenheit davor, Wahl- und Abstimmungsergebnisse zu früh als gegeben zu betrachten.

### Flexible Unternehmen

Unternehmensseitig haben sich die kotierten Aktiengesellschaften recht gut auf das anspruchsvolle Umfeld eingestellt. Mit der Publikation der Jahresabschlüsse erfolgen auch die Dividendenzahlungen. Die Ausschüttungen werden erneut üppig ausfallen, und vor allem die Notierungen defensiver Dividendenaktien unterstützen. Taktisch halten wir derzeit ein leichtes Aktien Übergewicht in den uns anvertrauten Vermögensverwaltungsmandaten, wobei wir weiterhin Schweizer Aktien bevorzugen. Allerdings gilt es gerade bezüglich kurzfristiger Einschätzungen weiterhin flexibel zu bleiben, um sich bei Bedarf rasch an sich verändernde Marktbegebenheiten anzupassen. Dies im Wissen, dass es kurzfristig kaum möglich sein wird, kursbewegende Ereignisse korrekt vorauszusehen und daraus systematisch die richtigen Anlageratschläge abzuleiten.

### Anlagestrategische Überlegungen

Vor allem deshalb muss eine erfolgreiche Anlagestrategie auf Langfristigkeit ausgelegt sein. Über lange Zeitabschnitte können Anleger nämlich davon ausgehen, für eingegangene Risiken in Form von höheren Renditen entschädigt zu werden. Offensichtlich sind Aktien deutlich grösseren Schwankungen ausgesetzt als risikolose und negativ verzinsten Eidgenossen. So mussten Aktieninvestoren 2018 Bewertungsverluste hinnehmen, die dann 2019 mehr als kompensiert wurden. Um für diese Schwankungen entschädigt zu werden, verlangen Aktieninvestoren eine sogenannte Risikoprämie, einen vom risikolosen Zins ausgehenden, langfristigen Renditeaufschlag. Zur Berechnung der Risikoprämie existieren unterschiedliche Ansätze und Modelle, wobei es sich dabei

Kategorie	per 31.12.2019	Veränderung in Lokalwährung	Veränderung in CHF
Aktien Schweiz (SPI)	12837.50	30.59 %	30.59 %
Aktien Schweiz (Small & Mid Caps)	4640.90	30.42 %	30.42 %
Aktien Europa (EuroStoxx 50)	3745.15	29.36 %	24.74 %
Aktien USA (S&P 500)	3230.78	31.48 %	29.28 %
Obligationen Schweiz	-0.47 %*	3.05 %	3.05 %
Obligationen Euro	-0.19 %*	6.71 %	2.90 %
Obligationen USA	1.92 %*	6.82 %	5.04 %
Erdölpreis pro Barrel (USD, WTI)	61.06	34.46 %	32.22 %
Goldpreis pro Unze (USD)	1522.83	18.82 %	16.84 %
US-Dollar (zum CHF)	0.9664		-1.67 %
Euro (zum CHF)	1.0854		-3.57 %

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

Abb. 3: Wertveränderungen 01.01.2019 – 31.12.2019

Quelle: Bloomberg



## VON GRAFFENRIED PRIVATBANK

jeweils um theoretische Konstrukte und keinesfalls um eine exakte Wissenschaft handelt. Verschiedene Untersuchungen gehen langfristig von durchschnittlichen Risikoprämien für Aktien von ungefähr 5 % aus, wobei tiefe oder gar negative risikolose Zinssätze höhere absolute Bewertungen zulassen.

Wer also Kapital über eine längere Zeit nicht benötigt und bereit ist, Risiken in Form von Schwankungen zu gewärtigen, sollte sich Überlegungen zur eigenen Anlagestrategie machen. Einmal definiert, geht es darum, die Anlagestrategie diszipliniert in einem diversifizierten Portfolio umzusetzen und periodisch zu hinterfragen. Insbesondere in einem Umfeld haussierender Aktienmärkte macht ein gestaffelter Einstieg durchaus Sinn – immer im Wissen, dass es den diesbezüglich idealen Zeitpunkt nur theoretisch und rückblickend gibt.

### Portfoliospezifische Schlüsse

Weil private und auch institutionelle Kunden grundsätzlich nicht direkt Liquidität bei der SNB parkieren können, bleibt nur der Umweg über eine Geschäftsbank. Gerade bei hohen mit Negativzins belasteten Kontosaldi müssen Anleger auch die Gegenparteirisiken im Auge behalten. Selbst in diesem scheinbar unattraktiven

GR Fonds per 31.12.2019	Nettoinventarwert in CHF	Veränderung seit 01.01.2019
GR Aktien Schweiz R	267.42	30.39 %
GR Aktien Schweiz Small & Mid Caps R	202.52	29.40 %

Abb. 4: GR Fonds 01.01.2019 – 31.12.2019 *Quelle: Bloomberg*

Zinsumfeld bleiben somit Anleihen mit mittlerer Laufzeit und von Schuldnern mit guter Bonität eine wichtige Anlagekategorie. Dass sich Anleger in diesem Kontext immer mehr an 0 % Coupons gewöhnen müssen, ist zwar unerfreulich, aber dem aktuellen geldpolitischen Umfeld geschuldet. Ebenfalls für Stabilität im Portfolio sorgen Anlagen in Gold als nicht beliebig vermehrbare Krisenwährung (Abb. 5).

Wir danken Ihnen herzlich für das erwiesene Vertrauen, das Sie der Privatbank Von Graffenried entgegenbringen, und freuen uns darauf, auch im neuen Jahr für Sie da zu sein.

*Simon Wyss*  
[simon.wyss@graffenried.ch](mailto:simon.wyss@graffenried.ch)

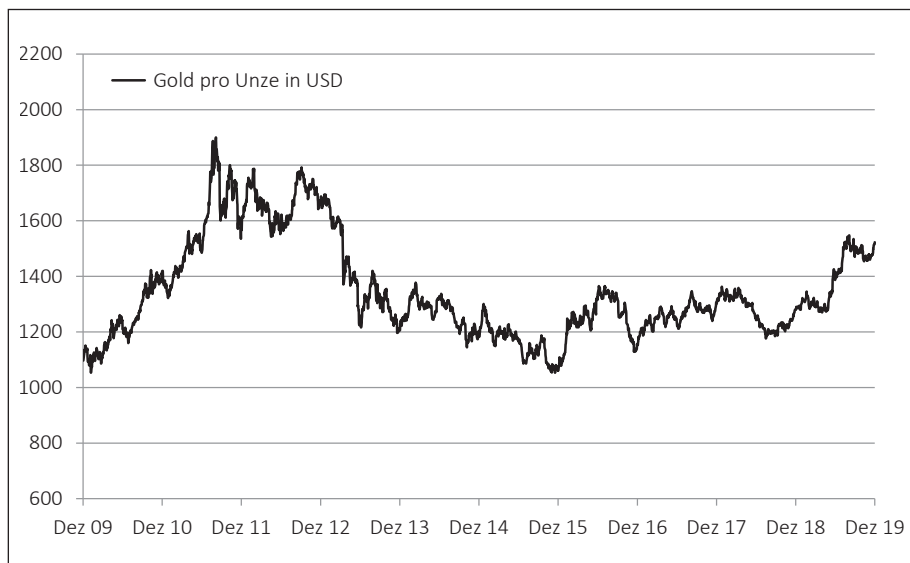


Abb. 5: Kursentwicklung Gold pro Unze (01.01.2010 – 31.12.2019)

*Quelle: Bloomberg*

### PRIVATBANK VON GRAFFENRIED AG

Marktgass-Passage 3, Postfach, 3001 Bern  
Telefon +41 31 320 52 22, [bank@graffenried.ch](mailto:bank@graffenried.ch),  
[www.graffenried-bank.ch](http://www.graffenried-bank.ch)

Nidaugasse 35, 2501 Biel-Bienne  
Telefon +41 32 328 73 52, [biel@graffenried.ch](mailto:biel@graffenried.ch)  
[www.graffenried-bank.ch](http://www.graffenried-bank.ch)