



FINANZMÄRKTE IM FOKUS

EINE KUNDENINFORMATION DER PRIVATBANK VON GRAFFENRIED AG

Jahresende 2018

Anlagejahr der Enttäuschungen

Blendet man ein Jahr zurück, war die Einhelligkeit unter den Finanzmarktprognostikern ungewöhnlich ausgeprägt: synchrones Wirtschaftswachstum und moderate Aktienbewertungen bei weiterhin tiefen Zinsen würden das Terrain für einen positiv verlaufenden Aktienjahrgang 2018 ebnen. Wie so oft, wenn sich ein Konsensus zu stark ausgebildet hat, entwickeln sich die Dinge entgegen den Erwartungen. Tatsächlich war 2018 geprägt durch zahlreiche neue und alte Faktoren, welche die Anleger gegen Ende Jahr zunehmend verunsicherten. Entsprechend defensiver wurden die Portfolios ausgerichtet und Investoren verlangten wieder höhere Prämien für das Eingehen von Finanzmarktrisiken. Unter dieser Risikoaversion litten insbesondere auch die Aktienmärkte, deren Notierungen infolgedessen nachliessen (Abb. 3).

Belastende Handelskrise

Zuoberst auf der Sorgenliste der Investoren befindet sich zweifelsohne der durch den US-Präsidenten Donald Trump vom Zaun gerissene Handelsstreit. Generell hat sich Trump zum Ziel gesetzt, die seiner Ansicht nach unfairen Überschüsse der US-Handelspartner abzubauen. Was mit Schutzzöllen auf Waschmaschinen und Solarmodulen Anfang Februar begann, fand eine Fortsetzung in Zöllen auf Stahl und Aluminium. Die Reaktion der EU in Form von Vergeltungszöllen Richtung USA folgte postwendend. So wurden Einfuhren von typisch amerikanischen Gütern mit Zöllen versehen. Trumps Ziel besteht mit seiner unilateralen Drohhypothese darin, die jeweiligen Handelspartner an den Verhandlungstisch zu zwingen und neue Deals abzuschliessen. So konnte die EU vorderhand Zölle auf europäische Autos abwenden. Vor allem ein Dorn im Auge sind dem US-Präsidenten jedoch die Handelsbeziehungen mit China, wobei seine Kritik bezüglich Umgang mit geistigem Eigentum und fehlender Reziprozität beim Eingehen von Beteiligungen von Ausländern an chinesischen Unternehmen durchaus berechtigt ist. Pekings Vergeltungsreaktion auf neue Zölle importierter chinesischer Güter folgte ebenso prompt wie erneute Drohungen seitens der USA, weitere Zölle in Erwägung zu ziehen. Immerhin konnte Anfang Dezember anlässlich des G-20-Gip-

fels eine Übereinkunft erzielt werden, wonach während der kommenden 90 Tage keine Erhöhung von Zöllen stattfinden soll. Sollte binnen dieser Frist keine Einigung zu Stande kommen, würden die bereits angedrohten Zölle allerdings in Kraft gesetzt.

Wichtige internationale Arbeitsteilung

In der Tat ist ein grosser Teil des Wohlstands der internationalen Arbeitsteilung zuzuschreiben. Eingriffe in das gut austarierte Gefüge des Welthandels sind heikel und ziehen unter Umständen langwierige Anpassungen, beispielsweise in Form von Arbeitsplatzverschiebungen nach sich. Eine eskalierende Handelskrise würde also nur Verlierer kennen. Handkehrum hat die Anzahl protektionistischer Massnahmen der G-20-Nationen gerade in den letzten Jahren stark zugenommen. Werden die durchschnittlichen Einfuhrzölle der Wirtschaftsblöcke China, EU und USA untereinander verglichen, erhebt das Reich der Mitte die höchsten Tarife auf seinen Importen. Die USA hingegen belastet Einfuhren am geringsten. Mit dem durchaus nachvollziehbaren und erstrebenswerten Ziel des weiteren Abbaus der Handelshemmnisse vor Augen, riskiert Trump mit seiner Verhandlungsstrategie der Drohungen, dass das Welthandelssystem weiteren Schaden nimmt. Dies bliebe dann auch nicht länger ohne Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum. Je länger die Handelskrise anhält, desto grösser werden die Unsicherheiten somit auch bei den Unternehmen. Entsprechend werden Investitionspläne aufgeschoben

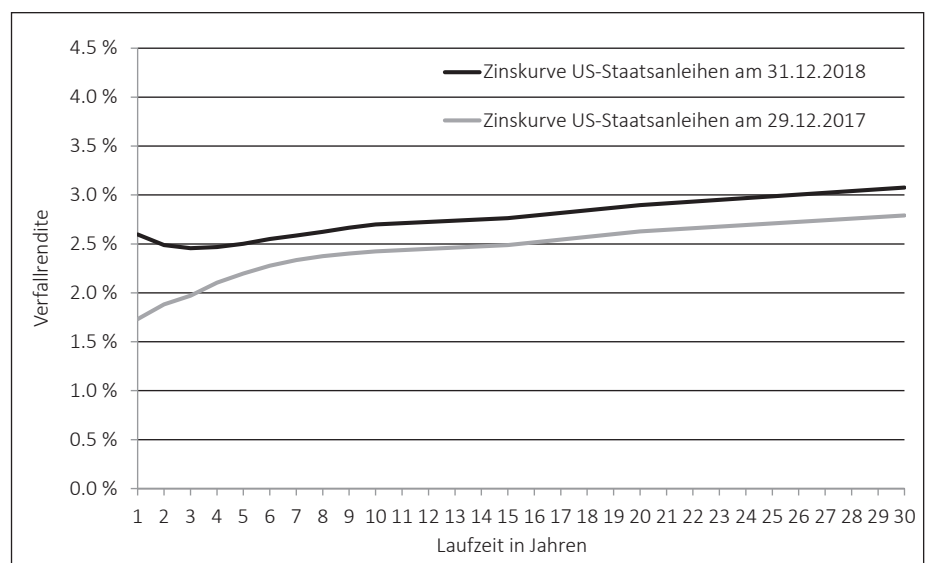


Abb. 1: Verschiebung US-Zinskurve 2018

Quelle: Bloomberg



VON GRAFFENRIED PRIVATBANK

bis mehr Klarheit bezüglich der weiteren Entwicklungen besteht, was sich unmittelbar negativ auf die Konjunktur auswirkt. Global tätige Unternehmen passen sich so rasch wie möglich den neuen Rahmenbedingungen an und versuchen, Zölle wenn immer möglich zu vermeiden oder auf die Konsumenten zu überwälzen, was für sich betrachtet für höhere Preise sorgt.

Freundliche US-Konjunktur

Trotz positiver Stimmung bei den Konsumenten und Unternehmen schwächte sich die US-Konjunktur leicht in Richtung Potenzialwachstum ab, was die optimale Auslastung der vorhandenen Kapazitäten beschreibt. Die insgesamt nach wie vor erfreuliche Konjunktorentwicklung erlaubte es der US-amerikanischen Notenbank, ihren Leitzins ein weiteres Mal auf 2,5 % (obere Bandbreite) zu erhöhen. Damit dürfte der neutrale Zins demnächst erreicht sein. Dabei handelt es sich um jenes Zinsniveau, das sich weder stimulierend noch bremsend auf die Konjunktur auswirkt. Die Problematik liegt darin, dass dieser Zinssatz fiktiv ist und deshalb bestenfalls geschätzt werden kann. Derzeit gehen die meisten Finanzmarktauguren für das soeben begonnene Kalenderjahr von zwei weiteren Zinserhöhungen aus, wobei die Einschätzungen stärker datenabhängig sein werden. Die US-Währungshüter orientieren sich also jeweils mandatsgemäss an den Wachstums- und Inflationsraten, was es für Marktbeobachter schwieriger machen wird, eine zuverlässige Einschätzung über die nächsten Zinsschritte abzugeben. An den im Verlauf des vierten Quartals zunehmend nervös gewordenen Börsen kamen diese Einschätzungen des Federal Reserve (Fed) über den weiteren Zinsverlauf gar nicht gut an. Schliesslich hat man sich daran gewöhnt, dass die Notenbanken stets mit billigem Geld zu Hilfe eilen, sobald sich die Stimmung eintrübt. In die gleiche Kerbe hieb der an jeweils vielen Fronten kämpfende und seinen politischen Erfolg an den Aktienkursen messende Trump. Via Twitter nahm er wie gewohnt kein Blatt vor den Mund und kritisierte die US-Notenbank für ihre in seinen Augen restriktive Geldpolitik scharf. Diese Voten müssen als zumindest ungeschickt bezeichnet werden. Falls sich nämlich Fed-Chef Jerome Powell davon beeindruckt liesse, müsste er sich nämlich berechtigten Fragen bezüglich der Unabhängigkeit seiner Geldpolitik stellen. Ob es dem Fed gelingt, die US-Wirtschaft sanft zu landen («softlanding»), also ohne eine Rezession herbeizuführen, wird sich in den nächsten zwölf bis achtzehn Monaten weisen.

Inverse Zinskurve

Für zusätzliche Nervosität sorgte die US-Zinskurve, die sich im vierten Quartal weiter verflachte und in gewissen Laufzeitenbereichen gar invers wurde (Abb. 1). Inverse Zinskurven bedeuten kurzfristige Zinsen, die höher sind als langfristige. Das kurze Ende der Zinskurve ist massgeblich durch die Noten-

bankpolitik geprägt. Wogegen längere Laufzeiten vielmehr die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich des künftigen Wirtschaftswachstums und der damit verbundenen Teuerungsraten widerspiegeln. Somit können inverse Zinskurven Vorboten eines bevorstehenden Abschwungs sein.

Anhaltende Strukturprobleme in der Eurozone

In der Eurozone erhielten die Erwartungen, dass die strukturellen Probleme mittels Reformen nach und nach gelöst werden, weitere Dämpfer. In Italien ging die neu gebildete Regierungskoalition zwischen der populistischen Fünf-Sterne-Bewegung und der rechten Lega auf Konfrontationskurs mit Brüssel. Die mit einem hohen Preisschild versehenen Wahlversprechen – vornehmlich Grundeinkommen für alle und Reform der Renten – führten zu einem Budget, das erst nach einigen Korrekturen grünes Licht von der zuständigen EU-Kommission erhielt. In diesem Einigungsverfahren kam den Kapitalmärkten eine disziplinierende Rolle zu. Die Zinskosten für italienische Staatsanleihen erhöhten sich nämlich verglichen mit ihren deutschen Pendanten. Höhere Zinskosten drohen also die Ankurbelungseffekte des italienischen Regierungsprogramms zunichte zu machen. Mit der Einigung bildeten sich auch die Zinsdifferenzen vorderhand zurück (Abb. 2). Derweil musste sich einer langen französischen Tradition des Bürgerprotests folgend Emmanuel Macron mit den «Gilets jaunes» auseinandersetzen. Auslöser der unorganisierten Bewegung war die Anhebung der Benzinsteuern, die vor allem Leute der unteren Mittelklasse auf die Strasse trieb. Schliesslich musste sich Macron dem Druck beugen. Die Folge waren zahlreiche Zugeständnisse, die Zusatzkosten von 10 Milliarden Euro verursachen werden. Damit wird sich das französische Budget ebenfalls nahe an der Neuverschuldungsgrenze von 3 % bewegen. Für die Länder der Eurozone dürfte also der Reformweg weiterhin steinig bleiben.

Wie Reformen erfolgreich umgesetzt werden können, dafür steht die Entwicklung Irlands. Seit der Finanzkrise ist es gelungen, die



Abb. 2: Renditedifferenz

Quelle: Bloomberg



VON GRAFFENRIED PRIVATBANK

Staatsverschuldung von 120 % auf unter 70 % des Bruttoinlandsprodukts zu senken. Reformen bedeuten allerdings Entbehrungen für die Bevölkerung und sind deshalb in anderen Euroländern kaum mehrheitsfähig. Im Falle Irlands wird zudem die weitere Entwicklung massgeblich von den mehr denn je ungewissen Ergebnissen rund um die verworrenen Brexit-Verhandlungen abhängen.

EZB legt Notenpresse still

Wie erwartet, stoppte die Europäische Zentralbank (EZB) ihr Anleihenrückkaufprogramm Ende 2018. Um dem Markt nicht zusätzlich Liquidität zu entziehen, werden fällig werdende Wertpapiere reinvestiert. Zudem hielt die EZB an ihrer Ankündigung fest, die erste Zinserhöhung frühestens nächsten Herbst zu vollziehen. Der schwächere Wirtschaftsverlauf sowie die unter anderem damit zusammenhängenden stark gesunkenen Erdölpreise sorgen dabei für eine inflationsdämpfende Wirkung, was wiederum den Notenbanken tendenziell erlaubt, ihre Leitzinsen länger tief zu halten.

Sicherer Hafen Schweizer Franken

In diesem eingetrübten Umfeld verwundert es nicht, dass der Schweizer Franken seinem Ruf als sicherer Hafen wiederum gerecht wurde und sich vor allem gegenüber dem Euro erstmals seit längerer Zeit massgeblich aufwertete. Dies dürfte es der Schweizerischen Nationalbank (SNB) kaum ermöglichen, die nunmehr seit über vier Jahren anhaltende Phase der Negativzinsen noch in diesem Jahr zu beenden.

Ausblick

Das Anlagejahr 2018 führte einigen Anlegern vor Augen, dass sich auch die Finanzmärkte in Zyklen bewegen und schwankungsarme Kursanstiege wie 2017 eher die Ausnahme bleiben werden. Wie so oft, vollzog sich der Wechsel vom «Gier-» in den «Angstmodus» abrupt und ohne grosse Vorankündigung. Für die Märkte war der Cocktail verschiedener in kurzen Zeitabschnitten auftretenden

Risikofaktoren nur schwer verdaubar. Tatsächlich befindet sich die US-Konjunktur immer noch auf einem robusten Wachstumspfad und auch in der Eurozone dürfte die Wirtschaft weiterhin verhalten expandieren. Als grössten Risikofaktor schätzen wir derzeit die Möglichkeit der Ansteckung der Realwirtschaft durch stark schwankende Finanzmärkte ein. Einerseits muss die weitere Entwicklung genau verfolgt werden, sind doch zahlreiche Unternehmen bei der Planung ihrer künftigen Investitionen vorsichtiger geworden. Damit darf das Risiko einer selbsterfüllenden Prognose keinewegs unterschätzt werden. Andererseits kam es in der Vergangenheit immer wieder zu Fehlsignalen nervöser Finanzmärkte. Unser Hauptszenario geht dementsprechend von einer Beruhigung der Lage aus. Gerade beim Handelsstreit sind die Chancen auf eine baldige Einigung durchaus intakt. Die Beteiligten werden es sich kaum leisten können, durch ihr Verhalten im schlechten Fall eine Rezession und damit weiter sinkende Aktienkurse auszulösen, was gerade im Fall von Donald Trump seine Chancen auf eine Wiederwahl im nächsten Jahr erheblich unterminieren würde. Ein Deal könnte möglicherweise sogar tiefere Zölle und weniger Handelshemmnisse als zuvor beinhalten, mit entsprechend positiven Auswirkungen für das globale Wachstumspotenzial.

Unerlässliche Aktien

Gerade für Schweizer Anleger mit einem langfristigen Anlagehorizont und ausreichender Risikobereitschaft führt kaum ein Weg an einem diversifizierten Aktienportfolio vorbei. Wird Vermögen zu Negativzinsen auf dem Bankkonto belassen und berücksichtigt man zudem die Inflationsrate, ergibt sich eine negative Realverzinsung. Bei der Aktienselektion stehen dabei weiterhin defensive Unternehmen mit soliden Geschäftsmodellen und gesicherten, wenn möglich steigenden Ausschüttungen im Vordergrund. So wird beispielsweise der Nahrungsmittelkonzern Nestlé kommenden Frühling voraussichtlich CHF 2.40 pro Aktie ausschütten. Bei einem Aktienkurs von CHF 80 errechnet sich daraus für das Geschäftsjahr 2018 eine Dividendenrendite von 3 %. Selbstver-

Kategorie	per 31.12.2018	Veränderung in Lokalwährung	Veränderung in CHF
Aktien Schweiz (SPI)	9830.06	-8.57 %	-8.57 %
Aktien Schweiz (Small & Mid Caps)	3558.53	-17.23 %	-17.23 %
Aktien Europa (EuroStoxx 50)	3001.42	-11.34 %	-14.75 %
Aktien USA (S&P 500)	2506.85	-4.39 %	-3.49 %
Obligationen Schweiz	-0.25 %*	0.07 %	0.07 %
Obligationen Euro	0.24 %*	0.87 %	-3.00 %
Obligationen USA	2.72 %*	0.84 %	1.79 %
Erdölpreis pro Barrel (USD, WTI)	45.41	-24.84 %	-24.13 %
Goldpreis pro Unze (USD)	1282.45	-1.58 %	-0.65 %
US-Dollar (zum CHF)	0.9828		0.94 %
Euro (zum CHF)	1.1256		-3.84 %

*Rendite 10-jährige Staatsanleihen (Euro = Deutschland)

Abb. 3: Wertveränderungen 01.01.2018 – 31.12.2018

Quelle: Bloomberg



VON GRAFFENRIED PRIVATBANK

ständiglich muss die Dividendenfähigkeit laufend überwacht werden, um bei einer unternehmensspezifischen Verschlechterung der Situation Anpassungen im Portfolio vornehmen zu können. Auch im typischerweise stärker konjunkturabhängigen Bereich der Schweizer Small & Mid Caps (SPI Extra) ergeben sich nach den teilweise heftigen Kursrücksetzern nun wieder Kaufgelegenheiten (Abb. 5). Langfristig schneiden diese Werte verglichen mit Blue Chips aufgrund ihres überlegenen Wachstumsprofils besser ab. Aufgrund der höheren titelspezifischen Risiken empfehlen wir, Investitionen mittels Anlagefonds zu tätigen. Diesbezüglich bietet unser GR Aktien Schweiz Small & Mid Caps eine effiziente Möglichkeit, sich diversifiziert an der Entwicklung hervorragend positionierter Schweizer Weltmarktführer zu beteiligen.

Portfoliospezifische Überlegungen

Nach der sorgfältigen Definition des individuellen Anlageprofils erfolgt die Umsetzung in den uns anvertrauten Kundenportfolios mittels des bewährten, klassischen und auf Langfristigkeit ausgelegten Anlagestils. Die Diversifikation über verschiedene Anlagekategorien, Regionen und Branchen schützt vor vermeidbaren und unliebsamen Überraschungen. Insbesondere im derzeitigen anspruchsvollen Umfeld ist es für den langfristigen Anlageerfolg

GR Fonds per 31.12.2018	Nettoinventarwert in CHF	Veränderung seit 01.01.2018
GR Aktien Schweiz R	207.24	-7.92 %
GR Aktien Schweiz Small & Mid Caps R	156.53	-16.42 %

Abb. 4: GR Fonds 01.01.2018–31.12.2018 *Quelle: Bloomberg*

unerlässlich, über ein möglichst klares Bild der im Portfoliokontext eingegangenen Risiken zu verfügen.

Abschliessend kann bei einer Analyse der aktuellen Finanzmarktprognosen festgestellt werden, dass die Erwartungen an das soeben begonnene Aktienjahr bescheiden sind, was mehr Raum für positive Überraschungen lässt.

Damit danken wir Ihnen herzlich für das Vertrauen, das Sie der Privatbank Von Graffenried AG entgegenbringen und freuen uns darauf, Sie weiterhin zu begleiten.

Simon Wyss
simon.wyss@graffenried.ch

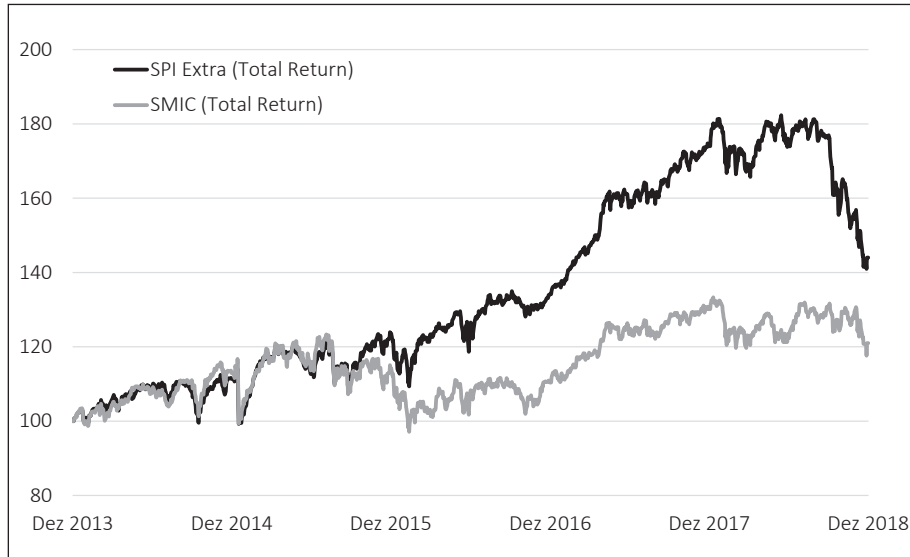


Abb. 5: SMIC und SPIEX (indexiert) 31.12.2013–31.12.2018

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