



FINANZMÄRKTE IM FOKUS

EINE KUNDENINFORMATION DER PRIVATBANK VON GRAFFENRIED AG

Erstes Quartal 2019

Geldpolitische Spitzkehren

Wer sich schon einmal auf eine Skitour begeben hat, weiss, dass es von Vorteil ist, die Technik der Spitzkehre einwandfrei zu beherrschen. Die Spitzkehre erlaubt es dem Alpinisten, selbst in sehr steilem Gelände effizient eine Richtungsänderung zu bewerkstelligen. Mit dieser Herausforderung sah sich der Chef der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) konfrontiert. Eingeläutet wurde die geldpolitische Kehrtwende zum Jahreswechsel. Anlässlich einer vielbeachteten Rede deutete Jerome Powell erstmals Anfang Januar eine geldpolitisch grosszügigere Haltung an. Nach dem schwachen Jahresabschluss mit teilweise heftigen Rücksetzern war das Balsam auf die geschundenen Anlegerwunden. Risikobehaftete Wertpapiere, wie Aktien oder auch Unternehmensanleihen mit tiefer Qualität, wurden wieder stärker nachgefragt, was zu steigenden Notierungen führte. Die expansivere Haltung wurde an den nächsten Fed-Sitzungen bestätigt und anlässlich der Zusammenkunft vom März konkretisiert: Basierend auf den aktuellen Wirtschaftsdaten geht die Mehrheit des Gremiums von unveränderten Leitzinsen (2,5 % obere Bandbreite) bis Ende Jahr aus. Bis vor kurzem gingen die Marktteilnehmer von zwei weiteren Zinserhöhungen aus.

Reduktion der Bilanzsumme

Fast noch wichtiger war die Einschätzung bezüglich des im vierten Quartal 2017 gestarteten Abbaus der Notenbankbilanz. Indem fällig werdende US-Staatsanleihen und hypothekegesicherte Anleihen bei Verfall nicht mehr reinvestiert wurden, entzog man dem Markt Liquidität, was für sich genommen für steigende Zinsen sorgte. Dieser Bilanzabbau wird nun früher gestoppt als ursprünglich erwartet und nur noch bis Ende September dieses Jahres fortgesetzt. Danach erfolgt die Reinvestition aller fälligen Wertpapiere in US-Staatsanleihen. Immerhin wird sich die Bilanzsumme in diesen zwei Jahren um ungefähr 800 Milliarden auf 3'700 Milliarden US-Dollar reduziert haben. Diese Ankündigungen sind einem sich abschwächenden Wirtschaftswachstum geschuldet. Ein nach wie vor starker Arbeitsmarkt, der allerdings als nachhinkender und deshalb weniger relevanter Konjunkturindikator gilt, steht einem sich verlangsamen Wachstum bei den Konsum- und Unternehmensinvestitionen gegenüber. Ermöglicht wurde dieser unerwartet rasch eintretende geldpolitische Marschhalt durch tiefere Teuerungsraten aufgrund ebendieses schwächeren Wachstums.

EZB und SNB weiter expansiv unterwegs

Etwas weniger überraschend, aber dennoch früher als erwartet, verschob auch die Europäische Zentralbank (EZB) den Zeitpunkt einer möglichen ersten Zinserhöhung. Die wichtigsten Zinssätze – 0 % für den Hauptfinanzierungssatz – sollen nun bis mindestens Ende 2019 unverändert bleiben. Die erste Zinserhöhung seit 2011 wird somit frühestens später im kommenden Jahr erfolgen.

Zudem bekennt sich die EZB weiterhin zu einer äusserst expansiven Geldpolitik. Kaum überraschend reagierte auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) als dritte im Bunde und für hiesige Anleger wichtige Notenbank wie erwartet: Im Schlepptau der europäischen Währungshüter bekannte sich die SNB ebenfalls zu einer anhaltend expansiven Geldpolitik.

Rückkehr zum geldpolitischen Verwöhn-Programm

Einmal mehr gaben also die Notenbanken dem Druck der Finanzmärkte nach und sehen vorerst von einer weiteren Liquiditätsverknappung durch höhere Zinsen ab, um eine Ansteckung der Realwirtschaft zu verhindern. Auch hierzulande schickte dieses unerwartet frühzeitige Eingreifen der Währungshüter die Zinsen entlang aller Laufzeiten auf Talfahrt (Abb. 1). Somit müssen Anleger eine mindestens 20-jährige Laufzeit wählen, um bei den als risikolos geltenden Eidgenossen überhaupt eine positive Rendite zu erzielen. Diese überraschende Spitzkehre der US-Notenbank birgt einerseits das Risiko, dass das Vertrauen der Investoren bezüglich Voraussesbarkeit der Handlungen des Fed erschüttert wird.

Andererseits besteht die Problematik darin, dass der geldpolitische Spielraum am Ende eines langen, aber flach verlaufenden Konjunkturaufschwungs äusserst gering ist. Sollte sich die Wirtschaft tatsächlich wieder erheblich abschwächen, hätten die Notenbanken nur sehr eingeschränkten Handlungsspielraum, um unterstützend einzuwirken. Es sei denn, die Zinsen werden noch deutlich tiefer ins Minus gedrückt. Somit mag es nicht weiter verwundern, wenn Ökonomen verschiedene Gedankenexperimente teilen, die beispielsweise die Abwertung von Bargeld mittels eines Umrechnungskurses zum bereits Negativzinsen ausgesetzten Buchgeld beinhalten. Sicher ist, dass angesichts der rekordhohen Staatsschulden die nominalen Zinsen weiterhin unter der Inflationsrate verharren werden. Die daraus resultierenden negativen

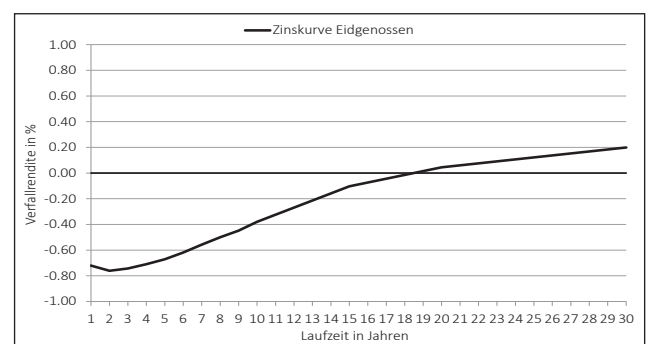


Abb. 1: Zinskurve Eidgenossen Laufzeit 1 bis 30 Jahre

Quelle: Bloomberg



VON GRAFFENRIED PRIVATBANK

GR Fonds per 31.03.2019	Nettoinventarwert in CHF	Veränderung seit 01.01.2019
GR Aktien Schweiz R	235.93	13.85 %
GR Aktien Schweiz Small & Mid Caps R	176.39	12.70 %

Abb. 2: GR Fonds 01.01.2019 – 31.03.2019 *Quelle: Bloomberg*

Realzinsen führen zu einer schleichenden Enteignung der Sparer, die damit ihren Beitrag an die Schuldenmisere leisten. Alternativen bieten sich in Aktienanlagen, die allerdings ein entsprechendes Risikoprofil voraussetzen.

Antizipierende Aktienmärkte

So begannen die liquiditätsverwöhnten Aktienmärkte die Manöver der Notenbanken bereits zu Beginn des Jahres zu antizipieren und setzten angesichts des schwachen vierten Quartals zu einer kräftigen Aufholjagd an. Getragen wurde diese Erholungsrallye durch dividendenstarke Qualitätsaktien, wie beispielsweise Nestlé oder Novartis. Diese Aufwärtsbewegung wurde durch überzeugende Quartalszahlen erwähnter Indexschwergewichte und Arrondierungen in den jeweiligen Unternehmensportfolios gestützt. So wird der Pharmakonzern Novartis seine Augenheilsparke Alcon bereits früher als erwartet am 9. April abspalten. Mit einer erwarteten Marktkapitalisierung von ungefähr 20 Milliarden Schweizer Franken wird Alcon als weltweit einziges auf Ophthalmologie fokussiertes Unternehmen in die Börseneigenständigkeit entlassen. Die Aufnahme in den Swiss Market Index (SMI) erfolgt zum Schlusskurs des ersten Handelstags. Die Abspaltung gibt Anlegern zusätzliche Wahlfreiheiten. Insgesamt rückte der breite Swiss Performance Index seit Jahresbeginn um 14 % auf ein neues Allzeithoch vor,

womit der Rückgang aus dem letzten Jahr bereits mehr als wieder wettgemacht werden konnte. Die verbreitete Konjunkturskepsis widerspiegelt sich im zyklischer ausgerichteten Segment der so genannten Small & Mid Caps. Zwar konnten mit plus 13 % ebenfalls beachtliche Kursfortschritte registriert werden. Damit wurden allerdings die Kursrückschläge vom vergangenen Jahr noch nicht wieder aufgeholt. Weiter kursunterstützend wirken sich die Dividenden aus. Insgesamt werden diesen Frühling rund 48 Milliarden Schweizer Franken an die Anteilseigner ausgeschüttet – so viel wie noch nie.

Ausblick

Aktieninvestoren neigten angesichts der starken Kurserholung seit Anfang Jahr und den nach wie vor vorhandenen Unsicherheiten bezüglich der weiteren Konjunktorentwicklung gegen Ende des Quartals zu Gewinnmitnahmen. Unser Hauptszenario geht weiterhin nicht von einer bevorstehenden Rezession aus. Vielmehr rechnen wir mit einem sich abschwächenden Wachstum. Tatsächlich scheint auch angesichts der immer noch ungelösten politischen Probleme, wie dem Brexit oder auch der Handelskrise zwischen den USA und China, eine Konsolidierung angezeigt. Vorerhand fehlen somit Impulse für grössere Kursbewegungen in beide Richtungen. Dies hat uns im Verlauf des Quartals dazu bewogen, die Aktienquote in den uns anvertrauten Vermögensverwaltungsmandaten von Übergewichtet auf neutral zu reduzieren. Wir bevorzugen weiterhin Aktien mit einer defensiven und damit weniger konjunktursensitiven Ausrichtung.

Simon Wyss
simon.wyss@graffenried.ch

Kategorie	per 31.03.2019	Veränderung in Lokalwährung	Veränderung in CHF
Aktien Schweiz (SPI)	11241.19	14.36 %	14.36 %
Aktien Schweiz (Small & Mid Caps)	4018.45	12.92 %	12.92 %
Aktien Europa (EuroStoxx 50)	3351.71	12.29 %	11.45 %
Aktien USA (S&P 500)	2834.40	13.65 %	15.14 %
Obligationen Schweiz	-0.38 %*	1.83 %	1.83 %
Obligationen Euro	-0.07 %*	2.67 %	1.91 %
Obligationen USA	2.41 %*	2.12 %	3.46 %
Erdölpreis pro Barrel (USD, WTI)	60.14	32.44 %	34.18 %
Goldpreis pro Unze (USD)	1293.41	0.92 %	2.25 %
US-Dollar (zum CHF)	0.9957		1.31 %
Euro (zum CHF)	1.1173		-0.74 %

*Rendite 10-jährige Staatsanleihen (Euro = Deutschland)

Abb. 3: Wertveränderungen 01.01.2019 – 31.03.2019

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