

# Performancebericht

## 4. Quartal 2019 | Hinder Asset Management

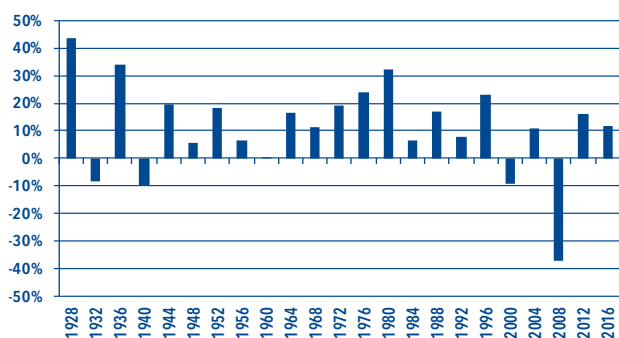
### Der Präsidentschaftszyklus und der Aktienmarkt

Am 3. November 2020 wird in den USA zum 59. Mal der Präsident gewählt. Im Augenblick ist das Rennen ziemlich offen und der demokratische Gegenkandidat zu Präsident Trump noch nicht bestimmt. In der Vergangenheit waren Wahljahre zumeist ziemlich gute Börsenjahre, aber im Schnitt war das dritte Jahr im Präsidentschaftszyklus das Beste. Dies erstaunt nicht: Die Wahlchancen der regierenden Partei sind signifikant höher, wenn sich Wirtschaft und Kapitalmärkte in den letzten zwei Jahren vor der Wahl positiv entwickeln (sog. «Presidential Election Cycle Theory»). Sowohl bei der Wahl Obamas wie auch bei Donald Trump ist es jedoch anders gekommen: Bei Obama war das letzte Jahr (2008) eine Katastrophe, während bei Trump das erste Jahr (2017) besonders erfolgreich war.

#### Historische Analyse

Basierend auf den Daten seit 1928 war das dritte Präsidentschaftsjahr im Schnitt am besten, gefolgt vom vierten Jahr. Seit 1928 war die Performance des S&P 500 im Wahljahr in 19 von 23 Fällen positiv (vgl. Grafik 1). Von den 16 Bärenmärkten seit dem Zweiten Weltkrieg lag der Tiefpunkt 15 Mal in den ersten beiden Jahren nach der Wahl, einmal im dritten und kein einziges Mal im vierten Jahr.

Grafik 1: Historische Performance in Wahljahren

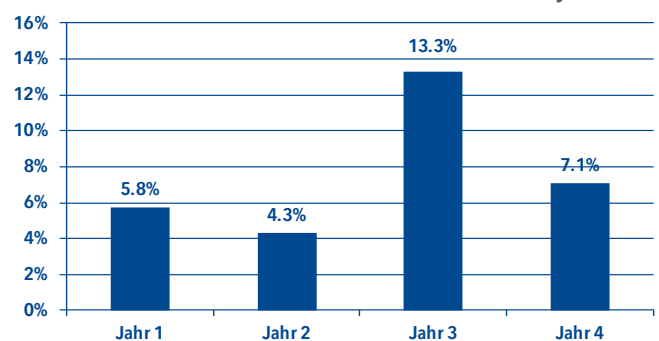


Quelle: Hinder Asset Management, Bloomberg

Die durchschnittliche Rendite im dritten Jahr nach der Wahl ist dabei deutlich höher als in den anderen Jahren. Im Schnitt liegt sie bei 13,3%, während in den ersten beiden

Jahren eine Rendite von rund 5% resultierte und sie im vierten Jahr 7,1% betrug (vgl. Grafik 2). Bei den beiden Wahlen von 2000 und 2008 fiel das vierte Jahr jeweils zusammen mit einer Rezession bzw. Korrekturen am Aktienmarkt. Ohne diese beiden «Spezialjahre» wäre die Performance im vierten Jahr im Schnitt bei 10,1% gelegen. Im Jahr 2019 hat der Markt mit einer Gesamtperformance von rund 31% (in US-Dollar) die «Theorie» bestätigt.

Grafik 2: Historische Performance im Präsidentschaftszyklus



Quelle: Hinder Asset Management, Bloomberg

Alles in allem waren Bullenmärkte über den gesamten Präsidentschaftszyklus bei demokratischer Führung häufiger. Angesichts der politischen Agenda der beiden Parteien würde man eher das Gegenteil erwarten.

#### Fazit

Auf historischer Basis zeigt sich, dass die letzten beiden Jahre vor der Wahl besser sind als die ersten beiden. Jedoch ist die Evidenz nicht stark und es gibt mehrere Beispiele, wo es anders lief. Hinzu kommt, dass Korrelation nicht das gleiche ist wie Kausalität. Letztlich zeigt sich, dass – wie im letzten Bericht ausführlich analysiert – politische Börsen ziemlich kurze Beine haben. Der Wahlzyklus ist also nur einer von vielen Einflussfaktoren auf die Kapitalmärkte.

## Anlageklassen im Überblick

Das Jahr 2019 war aus Sicht der Finanzmärkte hervorragend. Ähnlich wie 2017 können praktisch alle Anlagekategorien und Märkte mit einer positiven Performance aufwarten. Nach dem miserablen vierten Quartal 2018 waren der fulminante Jahresbeginn und der erfolgreiche Weiterverlauf des Jahres so nicht zu erwarten. Ausschlaggebend für die positive Entwicklung war die Kehrtwende der amerikanischen Geldpolitik im Januar. Nach mehreren Zinsanhebungen 2018 hat die Fed seit Anfang 2019 dreimal die Zinsen gesenkt und im Herbst erneut begonnen, US-Staatspapiere zu kaufen.

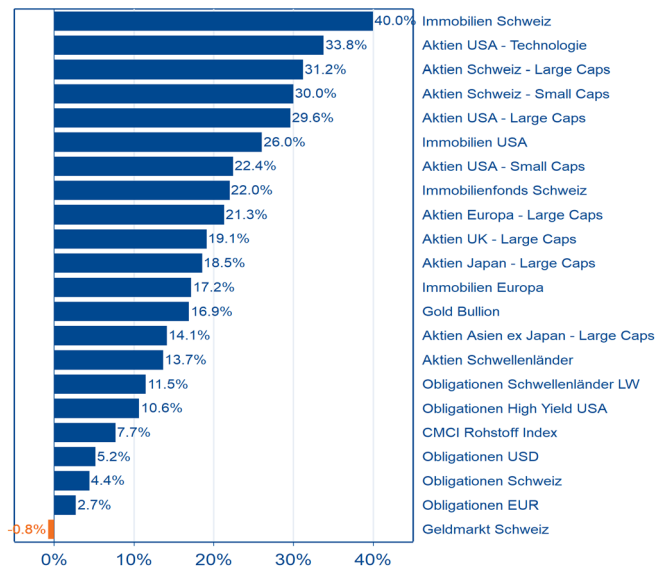
An der Spitze der Jahresrangliste (vgl. Grafik 1) stehen wie schon Ende des dritten Quartals Schweizer Immobilienaktien. Der schweizerische Aktienmarkt belegt mit einem Plus von gut 31% den dritten Platz. Danach folgen die anderen Aktienmärkte der Industrieländer sowie schweizerische Immobilienfonds (+22%). Trotz eines Wertzuwachses von 17% liegt Gold nur im Mittelfeld. Schwellenländeraktien haben «nur» etwa 14% gewonnen. Rohstoffe und die verschiedenen Obligationenmärkte liegen zwischen 3 und 12% im Plus. Mit einer Performance von -0,75% ist der schweizerische Geldmarkt die einzige Anlagekategorie, die im Minus abgeschlossen hat. Einmal mehr hat sich 2019 gezeigt, dass die Geldpolitik einen sehr grossen Einfluss auf die Entwicklung der Kapitalmärkte hat.

Im vierten Quartal haben die Aktienmärkte nochmals deutlich zugelegt. Am besten liefen US-Technologiewerte (+9%) und Schwellenländer (+8%). Die anderen wichtigen Aktienmärkte erzielten eine Performance von 4% bis 7%. Auch Immobilien sowie Obligationen mit höheren Gegenparteeisiken haben gewonnen. Lediglich Staatsobligationen und amerikanische Immobilien hatten in den letzten drei Monaten Wertverluste zu verzeichnen.

## Weltwirtschaft

Der schon mehr als zehn Jahre andauernde Aufschwung der Weltwirtschaft geht in die Nachspielzeit. Auch 2020 wird eine Rezession ausbleiben, es sei denn, ein geopolitischer Schock tritt ein. In den letzten Wochen haben sich die Anzeichen einer Bodenbildung in der Weltkonjunktur verdichtet.

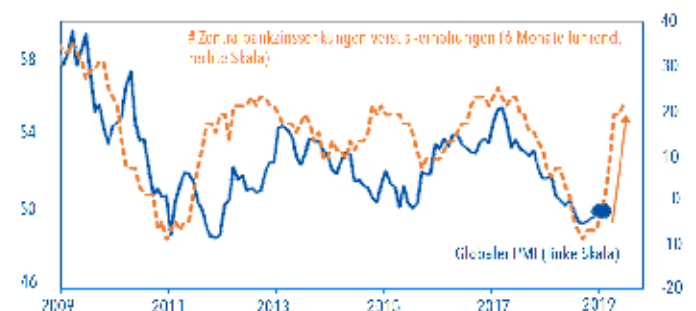
Grafik 1: Entwicklung der wichtigen Anlagekategorien 2019



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Die Frühindikatoren signalisieren derzeit eine leichte Erholung der Weltwirtschaft. Die globalen Einkaufsmangerindizes haben gedreht und liegen wieder über dem Neutralwert von 50. Besonders spürbar ist die Erholung in den Schwellenländern, die heute rund 50% der Weltwirtschaft ausmachen. Hinzu kommt ein starker geldpolitischer Stimulus und zwar sowohl in den Industrie- wie auch in den Schwellenländern. Wie Grafik 2 zeigt, ist die Anzahl von Zentralbanken, welche die Zinsen senken, auf dem höchsten Stand seit der Finanzkrise. Neben den bekannten Massnahmen der Industrieländer haben auch die Zentralbanken der grossen Schwellenländer in den letzten Monaten die geldpolitischen Zügel massiv gelockert. Im Gegensatz zu den Industrieländern liegen hier die Zentralbankzinsen noch über der Inflationsrate, so dass die

Grafik 2: Geldpolitik und Einkaufsmangerindizes



Quelle: JP Morgan, Hinder Asset Management

Wirkung auf Wirtschaft und Märkte deutlich grösser ist. Mit einer Verzögerung von sechs Monaten hat eine globale geldpolitische Lockerung in den letzten zehn Jahren zu einem Anstieg der Frühindikatoren und in der Folge des Wirtschaftswachstums geführt.

Die Risiken im globalen Handel sind in den letzten Wochen des Jahres 2019 gesunken. Entgegen den Erwartungen haben die USA und China einen ersten Schritt zur Beseitigung des Handelskonflikts eingeleitet. Der grösste Unsicherheitsfaktor für die Weltwirtschaft hat sich damit vorläufig entschärft. Hinzu kommt, dass nach dem Wahlsieg von Boris Johnson der weitere Weg im Brexit recht klar und ein ungeordneter Austritt sehr unwahrscheinlich geworden ist. Dennoch werden auch 2020 die geopolitischen Risiken eine wichtige Rolle spielen. Neben dem weiter schwellenden Handelskonflikt sind der US-Wahlkampf (und das Impeachment-Verfahren), die Situation in Hongkong sowie der Nahe Osten (nach dem Tod eines wichtigen iranischen General) die wichtigsten Risikofaktoren. Problematisch ist auch, dass die Zentralbanken in den Industrieländern praktisch keine Munition mehr haben und die Politik sich bis jetzt unfähig gezeigt hat, nennenswerte fiskalpolitische Massnahmen umzusetzen.

Stark steigende Inflationsraten sind auch 2020 nicht zu erwarten. Bisher haben angespannte Arbeitsmärkte (die Arbeitslosigkeit in den G4-Ländern ist auf dem tiefsten Stand seit mehr als 20 Jahren), die extrem expansive Geldpolitik sowie ein deutlicher Anstieg des privaten Konsums nicht zu einem Anstieg der Teuerung geführt und es gibt wenig Anlass zu glauben, dass sich das ändern wird. In der Schweiz ist der letzte Wert der Jahresinflation sogar negativ gewesen (Stand: November).

## Aktienmärkte

Nach dem fulminanten Start im ersten Quartal verlief die Entwicklung der Aktienmärkte im zweiten und dritten Quartal seitwärts (vgl. Grafik 3). Im vierten Quartal ging es wieder kontinuierlich nach oben. In den letzten Wochen haben die schwach gestarteten Schwellenländer genauso wie Japan aufgeholt. Dem starken Kursanstieg steht allerdings kein entsprechendes Gewinnwachstum gegenüber: Die Unternehmensgewinne haben 2019 stagniert, so dass die

**Grafik 3: Performance Aktienmärkte 2019 (in Franken)**

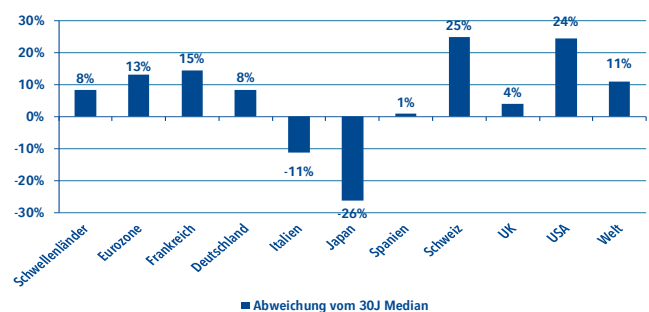


Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

hohen Renditen einer entsprechenden Höherbewertung der Märkte zu verdanken sind.

Genau wie die Weltwirtschaft gehen die Aktienmärkte wohl auch in die Nachspielzeit (historisch gesehen sind alle grösseren Korrekturen mit einer Rezession verbunden gewesen). Die Bewertungen sind 2019 deutlich angestiegen und im Vergleich mit der Historie auf der teuren Seite (vgl. Grafik 4). Allerdings gilt das Argument, dass Aktien im Vergleich zu Obligationen attraktiver sind, noch immer. Aktuell liegen die Dividendenrenditen zwischen 2 (USA) und 5% (UK) und damit zwischen 0 und 4% höher als die Renditen von Staatsanleihen.

**Grafik 4: Aktuelle Bewertung im Vergleich zum Median der letzten 30 Jahre**



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Auf dem aktuellen Niveau ist die «Sicherheitsmarge» in den Bewertungen und Preisen gering. Die wichtigsten Risikofaktoren sind: hohe Bewertungen, sinkende Margen, geopolitische Ereignisse sowie steigende Zinsen. Wirtschaftliche Erholung und politische Risiken sind bereits in den Kursen eingepreist. Wenn die Gewinne zwischen 0 und 5% wachsen, sind nach unserer Ansicht in diesem Jahr lediglich Gesamtrenditen im einstelligen Bereich realisierbar.

Grafik 5: Gewinnerwartungen Schwellenländer vs. Industrieländer



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Wir haben derzeit Aktien neutral gewichtet. Am positivsten sehen wir die Chancen für Schwellenländer. Dafür gibt es eine Reihe von Gründen: die Erwartung eines schwächer werdenden Dollars, die geldpolitischen Lockerungsmassnahmen, eine im Quervergleich moderate Bewertung, weniger Unsicherheit aufgrund der momentanen Beruhigung im Handelskonflikt sowie unterbewertete Währungen. Auf der Risikoseite stehen vor allem die Unruhen in mehreren Ländern (z.B. Hongkong, Chile) sowie eine erneute Eskalation im Handelskonflikt zu Buche. Neben Schwellenländern haben wir auch den eher defensiven Schweizer Aktienmarkt übergewichtet. Untergewichtet sind wir in den USA (hohe Bewertung), Japan (schwache wirtschaftliche Entwicklung) und UK (politische Unsicherheit).

## Obligationenmärkte

Fallende Zinsen und sinkende Risikoprämien haben seit Jahresbeginn zu deutlichen Kursgewinnen an allen Obligationenmärkten geführt (vgl. Grafik 6). Im dritten Quartal sind die Renditen in der Schweiz zwischenzeitlich auf fast -1,2% gesunken. Seitdem haben die Zinsen angezogen und Obligationen hoher Bonität haben seit Anfang September Terrain eingebüsst. High Yield und Schwellenländer haben sich in dieser Zeit zunächst seitwärts bewegt, bevor im Dezember nochmals Kursgewinne realisiert werden konnten. Seit Jahresbeginn wurde eine stattliche Gesamtrendite von etwa 10% erzielt. Besonders gut gelaufen sind CoCos (Wandelanleihen von Banken) mit einer Performance von 18%.

Aufgrund der von uns erwarteten Verbesserung des Wirtschaftsklimas rechnen wir für 2020 mit moderat steigen-

Grafik 6: Performance Obligationenmärkte 2019 (in CHF abgesichert)



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

den Zinsen und tief bleibenden Kreditrisikoprämien. Am meisten Potential sehen wir in Schwellenländerobligationen (in Lokalwährung), denn die Bewertungen sind moderat, die Zentralbanken haben Raum für Zinssenkungen und die Währungen sind teilweise unterbewertet. Der durchschnittliche Realzins in den Schwellenländern liegt bei ca. 3%, während er in den Industrieländern nahe bei 0% liegt. Auch wenn es bei Firmenanleihen viele Warnzeichen gibt, ist es derzeit noch zu früh, um auszusteigen.

## Währungen

2019 hat sich bei den Hauptwährungen wenig getan. Seit Jahresbeginn hat der Euro gegenüber dem Franken rund 3% verloren, während der Dollar trotz der Schwäche Ende des Jahres praktisch unverändert notiert (vgl. Grafik 7). Das Pfund hat sich im 4. Quartal 2019 wieder erholt. Schwellenländerwährungen haben insgesamt leichte Verluste gegenüber dem Dollar und dem Franken verzeichnet.

Grafik 7: Devisenmärkte 2019 (indexiert gegenüber CHF)



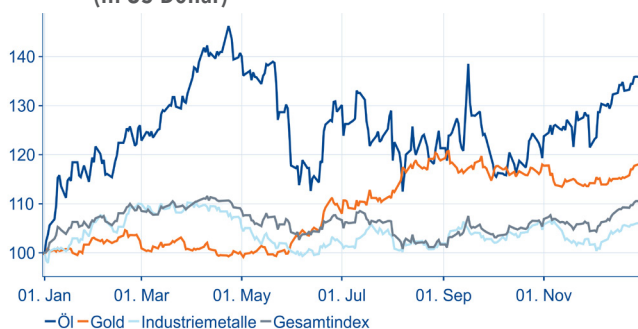
Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Der Dollar ist eine antizyklische Währung, d.h. er wird bei einer Erholung der Weltwirtschaft normalerweise schwächer. Zusammen mit der hohen Bewertung (der handelsgewichtete Kurs liegt gut 20% über dem Gleichgewichtswert) besteht daher ein erhebliches Potential für eine Korrektur. Umgekehrt ist die Ausgangslage für den Euro: die europäische Einheitswährung wird bei einer Konjunkturbelebung stärker und ist derzeit um rund 15% unterbewertet. Trotz der Erholung in den letzten Wochen bleibt die schwedische Krone extrem unterbewertet. Auch die Schwellenländerwährungen sind vielfach deutlich zu günstig.

## Rohstoffe

Der Ölpreis ist 2019 um etwa 25% (Brent) bzw. 34% (Western Texas) gestiegen. Im September kam es kurzfristig zu einem Preissprung von 20%, weil ein Drohnenangriff die wichtigste saudische Ölraffinerie lahmlegte. Seither hat sich der Ölpreis insgesamt seitwärts bewegt. Die geopolitische Unsicherheit und immer tiefere Zinsen haben den Goldpreis bis in den Herbst hinein beflügelt. Im vierten Quartal legte Gold eine Verschnaufpause ein, so dass seit Jahresbeginn eine Performance von 17% resultiert (vgl. Grafik 8).

**Grafik 8: Entwicklung der Rohstoffsegmente indexiert 2019 (in US-Dollar)**



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management

Falls sich die Weltwirtschaft weiter erholt, ist eine positive Entwicklung bei den konjunktursensitiven Rohstoffen (z.B. Kupfer) wahrscheinlich. Ein schwächer werdender Dollar, weiterhin tiefe Zinsen und die immer noch hohe politische Unsicherheit unterstützen den Goldpreis. Hinzu kommt, dass viele Zentralbanken, vor allem in Schwellenländern, anstatt des US-Dollars inzwischen Gold kaufen. Der Ölmarkt ist derzeit in einem ziemlich stabilen Gleichgewicht.

## Immobilien

Schweizerische Immobilienfonds haben 2019 rund 22% zugelegt, während das Plus bei Immobilienaktien bei sagenhaften 40% liegt. Auch in Europa haben Immobilienaktien mit einer Gesamtperformance (in EUR) von 17% ausgezeichnet abgeschnitten.

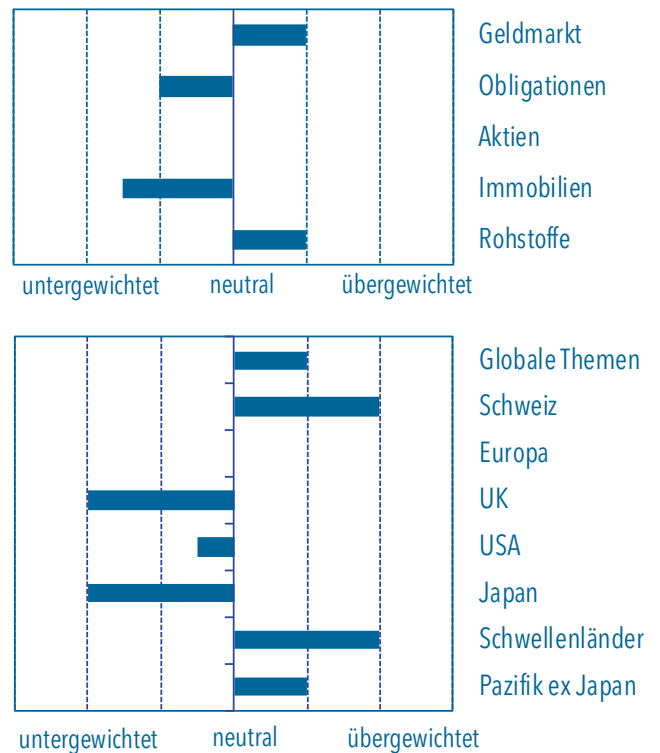
Generell sind Immobilien hoch bewertet. Schweizer Immobilienaktien werden zu einem durchschnittlichen Aufschlag (Preis im Vergleich zum Inventarwert) von 39% gehandelt. So hoch war der Aufschlag noch nie. Auch der Ecart bei Immobilienfonds liegt mit 32% deutlich über dem historischen Mittel. Die realen Immobilienpreise haben sich in der Schweiz in den letzten Jahren um 30% erhöht. Globale Immobilienaktien werden hingegen zu einem Abschlag von 5% gehandelt (historisches Mittel 7%). So lange die Zinsen nicht markant steigen und viele Investoren von Obligationen in Immobilien umschichten, ist eine grössere Korrektur unwahrscheinlich. Sollten die Zinsen 2020 tatsächlich etwas steigen, dürfte die Performance aber weit unter den Zahlen von 2019 bleiben. Angesichts der hohen Preise ist auch bei Immobilien praktisch keine «Sicherheitsmarge» vorhanden.

## Anlagestrategie

Im November haben wir die Aktienquote erhöht und im Obligationenbereich Risiken reduziert. Aufgrund des insgesamt positiven Ausblicks behalten wir die leicht prozyklische Positionierung vorerst bei. Wir setzen folgende Schwerpunkte in unserer Anlagepolitik:

- » Bei den Aktienmärkten bevorzugen wir Schwellenländer und die Schweiz. Schwellenländer sind attraktiv bewertet und profitieren besonders von einer Erholung der Weltwirtschaft und einer Abwertung des Dollars.
- » In der Obligationenallokation haben wir in den letzten Monaten den Anteil «sicherer» Anleihen erhöht, um den geopolitischen Risiken Rechnung zu tragen.
- » Schwellenländerobligationen und Senior Loans in Europa bleiben interessant. In den Schwellenländern sind die Realzinsen rund 3% höher als in den USA und in vielen Ländern werden die Zinsen in den kommenden Monaten weiter gesenkt.
- » Das Wechselkursrisiko des US-Dollars und des Euros sichern wir teilweise ab (innerhalb der Fonds).
- » Europäische Immobilien bleiben attraktiv, weil die EZB die Zinsen noch mehrere Jahre tief halten dürfte. Gold ist ein probates Mittel zur Diversifikation und als Schutz gegen geopolitische Risiken.

Grafik 9: Aktuelle Gewichtung Hauptanlageklassen und Aktien



Quelle: Bloomberg, Hinder Asset Management



**Hinder Asset Management AG**  
Beethovenstrasse 3  
8002 Zürich  
Schweiz

T: +41 44 208 24 24  
[www.hinder-asset.ch](http://www.hinder-asset.ch)



Verband Schweizerischer Vermögensverwalter | VSV  
Association Suisse des Gérants de Fortune | ASG  
Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni | ASG  
Swiss Association of Asset Managers | SAAM