

März 2019

## Fokus

### **Trotz US-Handelskonflikten, schwierigen Brexit-Verhandlungen und weltweiter Konjunkturverlangsamung erzielten die Aktienmärkte 2019 bisher überraschend hohe Kursgewinne.**

- ▶ Schweiz: Für das Gesamtjahr 2018 resultierte ein BIP-Wachstum von 2,5%, für 2019 ist eine Wachstumsverlangsamung zu erwarten.
- ▶ Europa: Die Stimmung hat sich merklich eingetrübt, was sich an den Indikatoren Industrievertrauen und Einkaufsmanagerindex der Industrie erkennen lässt.
- ▶ USA: 2018 wurde das Ziel eines Wirtschaftswachstums von 3,0% mit 2,9% fast erreicht.

#### **Immerwährendes Tiefzinsumfeld in Europa?**

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat die Zinswende in der Euro-Zone auf frühestens 2020 in die Zukunft verschoben. Entsprechend geht wieder das Gespenst eines Japan-Szenarios um, das heisst die Erwartung einer auf unbestimmte Zeit andauernden Tiefzinsphase in der Euro-Zone und der Schweiz.

Potenziell gravierende Folgen wären Verzerrungen im Immobilienmarkt und ein Kollaps der Alterssicherungssysteme. Zuversichtlicher stimmt jedoch der Anstieg der Tariflöhne in der Euro-Zone. Dieser stützt den privaten Konsum und könnte die Inflation anfachen, was dem Bestreben einer Normalisierung der Geldpolitik entgegenkommt.

#### **Marktkommentar**

Nach dem Erholungsrallye an den globalen Aktienmärkten im Januar legten die Investoren auch im Februar eine hohe Risikobereitschaft an den Tag. Neben den Kursavancen von zyklischen Unternehmen verzeichneten in der Schweiz mit Nestlé, Novartis und Roche auch die als defensiv geltenden Schwergewichte weitere Kursgewinne. Dies nachdem die Blue-Chips-Werte bereits in der zweiten Jahreshälfte 2018 eine beeindruckende Kurssteigerung erfuhren. So erklimmte der breit gefasste Swiss Performance Index (SPI) kürzlich ein neues Allzeithoch. Befeuert wurde die Stimmung unter den Anlegern

durch positive Signale im Zusammenhang mit einer möglichen Einigung im Handelsstreit zwischen China und den USA. Aber auch die angedeutete langsamere Straffung der amerikanischen Geldpolitik sorgte weiterhin für Kauflaune.

Mit der Fortsetzung der Aufwärtsbewegung drängt sich aus unserer Optik nun die Frage auf, ob die Entwicklungen an den Börsen noch im Einklang mit den Fundamentaldaten stehen. Nachdem die Konjunkturindikatoren in der Euro-Zone gegen Ende 2018 mehrheitlich enttäuschten, weisen die jüngsten Daten auf eine Stabilisierung hin. In den USA zeigen die publizierten Angaben zum Bruttoinlandprodukt (BIP) im Schlussquartal 2018 zwar eine moderate Wachstumsverlangsamung. Allerdings liegt das Wirtschaftswachstum noch immer deutlich über dem Potenzial. Einmal mehr blieb der Privatkonsum der wichtigste Wachstumstreiber. Angesichts der guten Beschäftigungs- und Einkommensentwicklung erwarten wir aus diesem Bereich auch in den kommenden Quartalen weitere positive Impulse.

Unserer Meinung nach bleibt der Markt kurzfristig anfällig für kleinere Rücksetzer. Eine grössere Abwärtsbewegung erwarten wir aus heutiger Sicht hingegen nicht, sodass wir an der Übergewichtung der Aktien zulasten der Obligationen festhalten.

# Globale Konjunktur

## USA: Wirtschaftswachstum 2018 – Ziel fast erreicht

Die Wirtschaft in den USA wuchs 2018 gemäss den Ende Februar veröffentlichten vorläufigen Daten preisbereinigt um 2,9% gegenüber dem Vorjahr. Die von der Trump-Administration in Aussicht gestellte Zielmarke von 3% wurde somit fast erreicht. Der Bereich der privaten Investitionen, der ca. 18% des BIP ausmacht, stieg mit 6% am stärksten an. Der private Konsum, mit einem Anteil von knapp 70% wichtigster Bereich der amerikanischen Wirtschaft, wuchs um 2,6%.

Ökonomen gehen davon aus, dass das US-Wirtschaftswachstum sich 2019 auf einem niedrigeren Niveau, zwischen 2% und 2,5%, bewegen wird. Die positiven Impulse der Steuerreform vor einem Jahr sind nicht wiederholbar, und die ausgereizten Kapazitäten am Arbeitsmarkt behindern eine Produktionsausweitung. Es ist für Unternehmen nach wie vor schwierig, offene Stellen zu besetzen (**Abb. 1**).

## EU: Stimmung hat sich eingetrübt

Die Stimmungsindikatoren in Europa haben sich in den letzten Monaten merklich eingetrübt (**Abb. 2**). Insbesondere das Industrievertrauen geriet deutlich unter Druck. Auch die Einkaufsmanagerindizes für die Industrie lassen eine zyklische Abschwächung in den kommenden Monaten erwarten. Dagegen befindet sich das Konsumentenvertrauen weiterhin auf einem hohen Niveau, und auch die

Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungssektor befinden sich weiterhin im expansiven Bereich. Daher rechnen Marktbeobachter nicht mit einer Rezession. Von einer möglichen Einigung im Handelsstreit zwischen den USA und China würden auch europäische Firmen profitieren. Die Stimmung in Exportsektoren und im Handel dürfte sich dann aufhellen.

## Schweiz: Wachstumsabschwächung zeichnet sich ab

Nach dem negativen dritten Quartal 2018 wuchs die Schweizer Wirtschaft im vierten Quartal um 0,2%. Für das Gesamtjahr 2018 resultiert ein BIP-Wachstum von 2,5%. Wie für das Gesamtjahr 2018 war auch im vierten Quartal das verarbeitende Gewerbe der stärkste Wachstumstreiber. Der Sektor profitierte von einer starken internationalen Nachfrage nach Schweizer Industriegütern.

Für 2019 wird für das Schweizer BIP mit einer Wachstumsverlangsamung gerechnet. Frühindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex haben in den vergangenen Monaten deutlich nachgegeben. Dies gilt auch für das KOF-Konjunkturbarometer, dessen Wert unter dem langfristigen Mittelwert notiert (**Abb. 3**).

Abb. 1: USA – Arbeitsmarkt

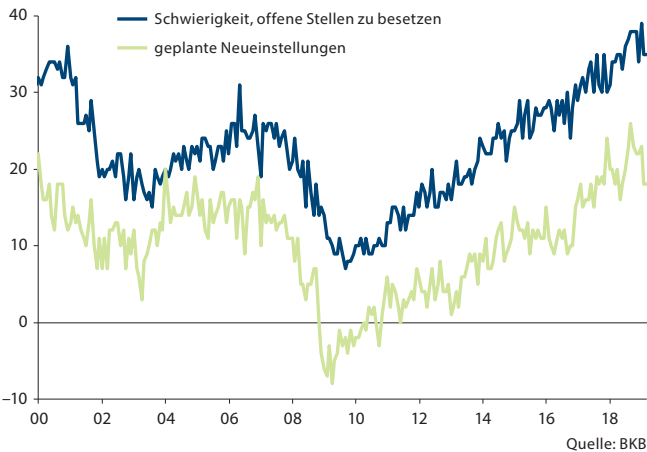


Abb. 2: Euro-Zone – Stimmungsindikatoren

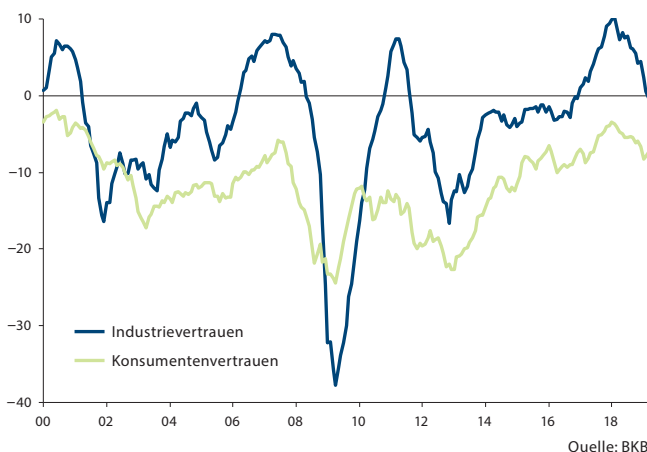


Abb. 3: Schweiz – Frühindikator und Wachstum



# Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

## USA: Keine Inflation trotz Wirtschaftswachstum

Im Januar ist die US-Inflationsrate auf den niedrigsten Stand seit mehr als anderthalb Jahren gefallen (**Abb. 1**). Obwohl sich die US-Wirtschaft in einer sehr guten Verfassung befindet und die Arbeitslosigkeit auf dem niedrigsten Stand seit Jahrzehnten ist, steigen die Preise kaum. Laut Theorie führt Wachstum über höhere Löhne zu Inflation. In einem Umfeld tiefer Arbeitslosigkeit haben die Arbeitnehmer mehr Verhandlungsmacht, um höhere Löhne durchzusetzen. Ein Teil dieser Lohnsteigerungen versuchen die Unternehmen über höhere Preise an die Konsumenten weiterzugeben. Es entsteht Inflation. Derzeit ist ein solcher Zusammenhang aber kaum feststellbar. Der nachlassende Preisdruck gibt der US-Notenbank (Fed) Spielraum bei der weiteren Umsetzung ihrer restriktiven Geldpolitik. Die Fed kann abwarten, um zu sehen, wie sich die jüngsten Zinsschritte auf die US-Konjunktur auswirken. Dennoch hat die US-Notenbank bis zu zwei Zinsschritte in diesem Jahr in Aussicht gestellt. An den Finanzmärkten wird derweil für 2019 keine Zinserhöhung eingepreist.

## Keine Leitzinserhöhung der EZB in Sicht

Die EZB sieht sich derzeit mit einer spürbaren Verlangsamung des Wirtschaftswachstums und einer moderaten Inflation konfrontiert. Der Handelsstreit zwischen den USA und China und der bevorstehende Brexit hemmen die Investitionstätigkeiten der Unternehmen.

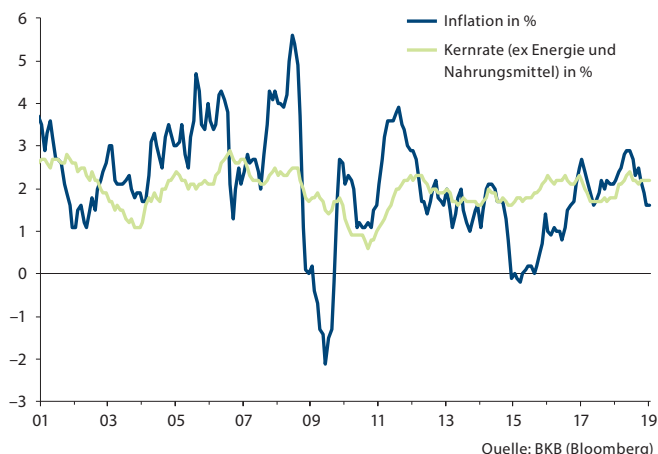
Sie trüben auch die Stimmung der Konsumenten. Diese Faktoren sprechen gegen einen ersten Zinsschritt in diesem Jahr. Entsprechend haben sich die Markterwartungen bezüglich der ersten Zinserhöhung auf 2020 verschoben.

Auch in der Schweiz ist eine Leitzinserhöhung in absehbarer Zeit nicht in Sicht. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat keinen unmittelbaren Bedarf, ihre geldpolitische Ausrichtung zu ändern.

## Schweizer Immobilienmarkt

Nach dem positiven Jahresstart entwickelten sich die kotierten Schweizer Immobilienanlagen im Februar zunächst weitgehend seitwärts, ehe sie zum Monatsende auseinanderdrifteten. Immobilienfonds konnten den Monat mit einer Performance von 1,1% im Plus beenden, Immobilienaktien notierten dagegen mit -0,2% leicht unter dem Stand von Ende Januar. Bei den Immobilienfonds zeigten jene mit einer grossen Präsenz in der Genfersee-Region eher eine unterdurchschnittliche Monatsperformance. Dagegen tendierten Fonds mit einem ausgeprägten Anteil an Liegenschaften im Zürcher Raum zu einer überdurchschnittlichen Performance.

Abb. 1: USA – Inflation



# Aktienmarkt

## Fortsetzung der Aktienmarktrallye im Februar

Die Aktienmärkte konnten im Februar ihre Erholungsrallye fortsetzen. Die Risikoneigung der Investoren wurde insbesondere durch die Aussicht auf eine Pause bei der Straffung der amerikanischen Geldpolitik sowie durch konstruktive Gespräche im Handelskonflikt zwischen den USA und China belebt. Unter den Spitzenreitern in punkto Performance befand sich der Schweizer Aktienmarkt mit 4,6% gemäss MSCI (**Abb. 1**). Der SPI konnte seinen letzten Höchststand vom 9. Januar 2018 übertreffen. Auch die Aktienmärkte der EU mit +3,5% und der USA mit +3,7% in CHF wiesen ein positives Monatsergebnis aus. Nicht mithalten konnten hingegen die Aktienmärkte der Schwellenländer (+0,6% in CHF) und Japans (+0,3% in CHF), wozu auch negative Währungsentwicklungen beitrugen.

Auf der Sektorseite taten sich global die zyklischen Sektoren IT und Industrie mit einer Outperformance hervor. Dagegen bildete der Immobiliensektor das Schlusslicht (**Abb. 2**). Dies passt zum Bild der Gewinnüberraschungen am amerikanischen Aktienmarkt. Dort hatte laut FactSet der IT-Sektor mit 85% den höchsten Anteil an Unternehmen, die die Gewinnerwartungen für das vierte Quartal übertreffen konnten, der Immobiliensektor mit 44% den niedrigsten Anteil. Insgesamt haben 69% der Unternehmen die Gewinnerwartungen übertreffen können, was jedoch unter dem 5-Jahres-Durchschnitt von 77% lag. Auch das Ausmass der Überschreitung lag mit 3,3% unter dem 5-Jahres-Durchschnitt von 4,8%.

Abb. 1: Regionale Aktienperformance im Februar  
Net Total Return Indizes in CHF, 31.01.2019 = 100

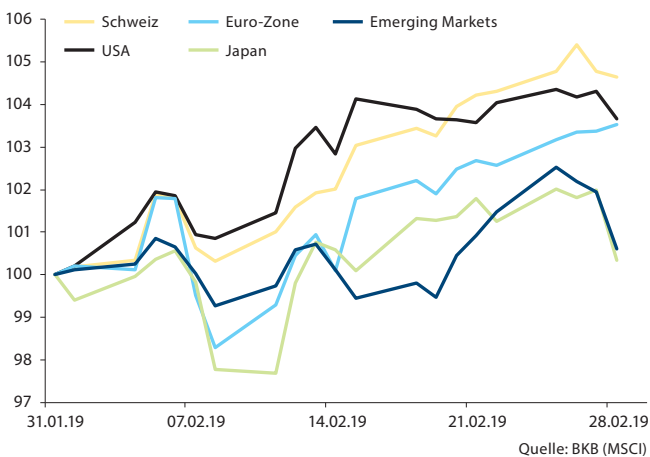


Abb. 2: Relative Performance der globalen Sektoren im Februar im Vergleich zum Gesamtmarkt

