

November 2018

Fokus

Für 2019 erscheint eine moderate Abkühlung des weltweiten Wirtschaftswachstums wahrscheinlich.

- ▶ **Schweiz:** Für die Konjunktur ist 2019 mit geringeren Wachstumsraten zu rechnen. Auf den Arbeitsmarkt dürfte dies aber vorerst keinen negativen Einfluss haben.
- ▶ **Europa:** Die vielfältigen politischen Unsicherheiten drücken zunehmend auf die Stimmung in der Wirtschaft: Die Aussichten haben sich eingetrübt.
- ▶ **USA:** Das Bruttoinlandprodukt (BIP) ist im dritten Quartal weiter gestiegen und hat die Erwartungen der Ökonomen leicht übertroffen. Die Arbeitslosenquote befindet sich auf dem tiefsten Stand seit 1970.

Globale Wachstumsverlangsamung im 2019?

Ein Jahrzehnt expansiver Geldpolitik hat dazu beigetragen, dass die Wirtschaft aktuell wieder einigermaßen im Lot ist: Betrachtet man wichtige Wirtschaftsindikatoren wie Beschäftigung, Wachstum oder Inflation, erinnert kaum noch etwas an die tiefe Wirtschaftskrise vor einem Jahrzehnt. Eine Abkühlung des weltweiten Wirtschaftswachstums erscheint jedoch für 2019 aus verschiedenen Gründen wahrscheinlich: Zum einen ist das aktuelle US-Wachstum durch Steuersenkungen und steigende Staatsverschuldung nicht nachhaltig, zum anderen verlangsamt sich das Wachstum in China seit Jahren. Auch in Europa ist kaum mit einer Beschleunigung des Wachstums zu rechnen.

Marktkommentar

Im Oktober ist es an den globalen Aktienmärkten zu einem regelrechten Ausverkauf gekommen. Neben dem ungelösten Handelskonflikt zwischen den USA und China und dem kritischen Zustand einiger Schwellenländer hat auch der verschärfte Budgetstreit in Italien sowie die Aussicht auf weiter steigende Zinsen in den USA für Verunsicherung gesorgt. Diese Faktoren sind grundsätzlich nicht neu und halten die Anleger schon seit geraumer Zeit auf Trab.

Die laufende Berichtssaison der Unternehmen hat die Volatilität zusätzlich erhöht. Nur schon eine leichte Verfehlung der teilweise

sehr optimistischen Schätzungen der Finanzanalysten hat den Risikoappetit der Investoren weiter reduziert und auf Einzeltitelebene verschiedentlich zu heftigen Kursausschlägen geführt.

Aus einer makroökonomischen Betrachtungsweise deutet die Entwicklung des Einkaufsmanagerindex für die Euro-Zone aktuell darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum Ende des vergangenen Jahres den Höhepunkt erreicht haben dürfte. Auch in den Schwellenländern signalisieren die jüngsten Konjunkturdaten eine weitere Wachstumsabschwächung. Anders präsentiert sich die Situation in den USA. Gemäss Schätzungen des Bureau of Economic Analysis soll das Bruttoinlandprodukt in der grössten Volkswirtschaft der Welt im dritten Quartal auf annualisierter Basis um 3,5% gewachsen sein (nach 4,2% im zweiten Quartal). Für die kommenden Monate weisen die Frühindikatoren zudem auf eine Fortsetzung des sehr robusten Wachstums hin. Im Einklang mit der wirtschaftlichen Entwicklung dürfte auch die amerikanische Notenbank Fed ihren graduellen Zinserhöhungspfad fortsetzen.

Obwohl wir auch in den kommenden Wochen von einer erhöhten Volatilität ausgehen, bleiben wir Aktien gegenüber konstruktiv gestimmt. In Bezug auf die taktische Positionierung reduzieren wir aber das Exposure zu Schwellenländern und investieren vermehrt in den als defensiv geltenden Heimmarkt.

Globale Konjunktur

USA: Konjunkturdynamik weiter gut

In den USA ist im dritten Quartal gemäss der ersten Schätzung das BIP um 3,5% gestiegen. Die Erwartungen der Ökonomen wurden leicht übertroffen. Positiv wirkten unter anderem der private Konsum und die Ausgaben des Staates. Die Exporte gaben dagegen nach, und die Importe legten trotz der schwelenden Handelskonflikte zu. Die gute Verfassung der US-Konjunktur zeigt sich auch auf dem Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote sank im September auf 3,7%, dem tiefsten Wert seit 1970. Dies beflügelt die Stimmung der Konsumenten, welche sich aktuell auf dem höchsten Stand seit September 2000 bewegt (**Abb. 1**).

Die positiven Impulse der US-Steuerreform von Anfang Jahr wirken weiter nach. Im Verlauf des Jahres 2019 ist dagegen mit Brems Spuren zu rechnen. Die hohe Auslastung des Faktors Arbeit, auslaufende Steuereffekte, die Normalisierung der Geldpolitik sowie die Handelskonflikte deuten auf eine Abschwächung der BIP-Wachstumsraten hin.

EU: Stimmungsindikatoren im Rückwärtsgang

Langsam aber sicher ist es so weit. Die vielfältigen politischen Unsicherheiten in Europa und der Euro-Zone drücken zunehmend

auf die Stimmung in der Wirtschaft. Vom Rückgang der Stimmungsindikatoren sind dabei nicht nur die üblichen Verdächtigen wie bspw. Italien betroffen. Vielmehr gilt dies für die Indikatoren in der Euro-Zone generell. Der Einkaufsmanagerindex für die Industrie hatte noch im Dezember 2017 mit 60,6 Punkten ein Hoch erreicht. Aktuell liegt er nur noch etwa zwei Punkte über der kritischen 50-Punkte-Marke. Werte über dieser Marke versprechen eine Expansion der Wirtschaft, Werte darunter eine Kontraktion. Die Aussichten haben sich eingetrübt. Der Anstieg des BIP dürfte sich weiter verlangsamen. Auf dem Arbeitsmarkt ist davon bislang aber noch nichts zu spüren (**Abb. 2**).

Schweiz: Arbeitslosenquote sinkt

Auch für die Schweizer Konjunktur ist 2019 mit geringeren Wachstumsraten zu rechnen. Darauf deuten zumindest die aktuell verfügbaren Konsensprognosen hin. Deren Bandbreite liegt für die Wachstumsrate des Schweizer BIP bei 1,4% bis 2,2% im kommenden Jahr. Der Mittelwert wird mit 1,8% angegeben. Auf den Arbeitsmarkt dürfte dies aber vorerst keinen negativen Einfluss haben. Die Arbeitslosenquote liegt aktuell bei tiefen 2,5% (**Abb. 3**). Und sie wird aller Voraussicht nach noch weiter sinken. Dies versprechen zumindest die Umfragen bei den Unternehmen.

Abb. 1: USA – Index Konsumentenvertrauen

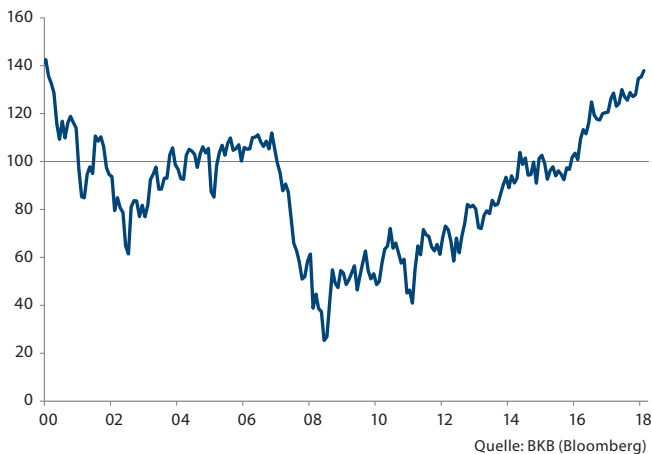


Abb. 2: Euro-Zone – Arbeitslosenquoten in %

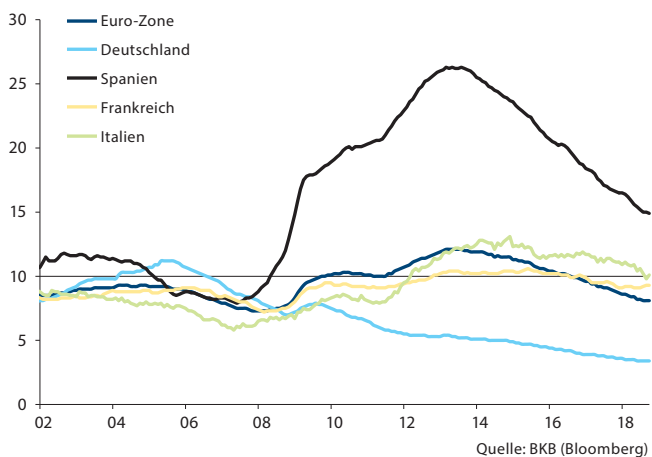
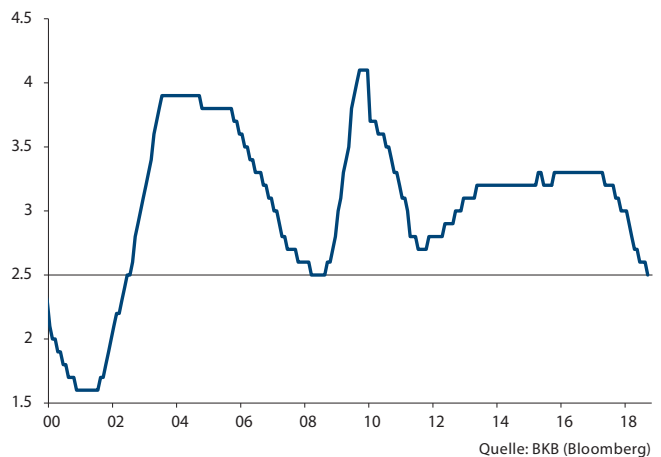


Abb. 3: Schweiz – Arbeitslosenquote in %



Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

EZB hält an ihrem Kurs fest

Die Oktober-Sitzung der Europäischen Zentralbank (EZB) brachte keine neuen Erkenntnisse. Die EZB hält an ihrem eingeschlagenen Kurs, die expansive Geldpolitik langsam zu straffen, fest. Von grossem Interesse war EZB-Präsident Mario Draghis Haltung zu den Vorgängen in Italien. Der Schuldenstand der drittgrössten Volkswirtschaft der Euro-Zone liegt bei rund 131% der Wirtschaftsleistung, erlaubt wären 60% des BIP. Mit dem neuen Haushalt plant Italiens populistische Regierung eine Neuverschuldung im kommenden Jahr von 2,4% des BIP. Ziel ist die Finanzierung von Wahlversprechen.

Mit jedem weiteren Anstieg der Verschuldung werden jedoch die Zweifel an den Märkten steigen, ob Italien diese Schulden tragen kann. Dies belastet die Handlungsfähigkeit des Staates und drückt zudem auf den Bankensektor in Italien. Denn die Renditen italienischer Staatsanleihen steigen zum Nachteil der heimischen Banken, die viele Staatspapiere halten. Rund 3,4% Zinsen bekommen Investoren inzwischen für 10-jährige Anleihen. Steigen sie weiter, wird das nicht nur für Italien zum Problem. Sollte Italien in Schwierigkeiten geraten, würde auch die Frage nach der Zukunft der Euro-Zone nochmals deutlich an Gewicht gewinnen.

Laut Draghi verfolgt die EZB die Situation genau. Er betonte jedoch, dass die EU-Kommission für die Einhaltung des Stabilitätspakts der EU-Länder verantwortlich sei und nicht die EZB. Er sei aber zuversichtlich, dass zwischen der EU-Kommission und der italienischen Regierung eine Einigung für den Haushaltsentwurf für 2019 gefunden werde.

Ausblick

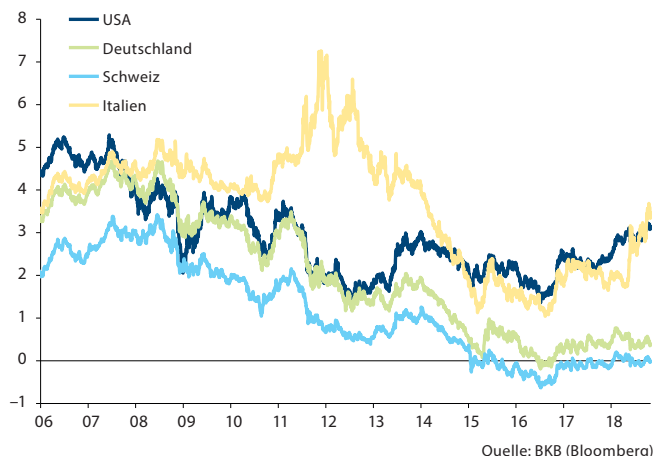
Die unter anderem durch die politischen Unsicherheiten gestiegene Risikoaversion hatte in den vergangenen Wochen zur Folge, dass vermehrt eine Flucht in als sicher geltende Staatsanleihen stattfand. Entsprechend kamen die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen der USA, Deutschlands und der Schweiz unter Druck (**Abb. 1**). Die anhaltend solide Weltkonjunktur, der geldpolitische Normalisierungsprozess und die steigende Inflation rechtfertigen den jüngsten Renditerückgang aber nicht. Bis Ende 2019 erachten Marktbeobachter deshalb ein um 0,5% bis 1,0% höheres Renditeniveau bei 10-jährigen Staatsanleihen weiter für wahrscheinlich.

Schweizer Immobilienmarkt

Im Oktober kamen die Immobilienanlagen erneut unter Druck. Während sich die Wertentwicklung bei den Immobilienfonds im Vergleich zum 30. September per Saldo kaum verändert hatte, gaben die Immobilienaktien in Analogie zum Aktienmarkt (SMI) nach. Somit weisen nun sowohl die Immobilienfonds als auch die Immobilienaktien seit Jahresbeginn eine negative Wertentwicklung auf. Das Minus bei den Immobilienaktien ist wohl dem schwierigen Marktumfeld für Aktienanlagen im Oktober zuzuschreiben.

Bei den Fondsanlagen stellen dagegen die nach wie vor rege stattfindenden Kapitalerhöhungen und neu lancierte Immobilienfonds weiter eine Belastung dar. Während sich institutionelle Anleger in der Vergangenheit bei Kapitalerhöhungen oft mit partiellen Zuteilungen zufrieden geben mussten, sind heute auch Vollzuteilungen zu beobachten. Seitens der Zinsentwicklung in der Schweiz gab es dagegen kein Störfeuer. Die Renditen befinden sich noch immer auf sehr tiefem Niveau.

Abb. 1: Rendite 10-jähriger Staatsanleihen in %



Aktienmarkt

Turbulenter Aktienmarkt im Oktober

Im Oktober erlitten die globalen Aktienmärkte deutliche Einbussen. Industrie- und Schwellenländer waren von den Kursrückgängen gleichermassen betroffen. In den zyklischen Sektoren Grundstoffe, Industriewerte, IT und diskretionäre Konsumgüter war der Ausverkauf besonders heftig. In den defensiven Bereichen Versorger, Telekommunikation, Verbrauchsgüter, Immobilien und Gesundheit war der Abwärtssog hingegen etwas gebremst. Einen konkreten Anlass für die starke Korrektur gab es nicht. Die stärkere Abstrafung der zyklischen Titel deutet aber darauf hin, dass die Anleger mit einer Verlangsamung der Konjunktur rechnen.

Outperformancetrend von Small Caps gebrochen

Unternehmen mit kleiner und mittlerer Marktkapitalisierung, sogenannte Small & Mid Caps, weisen langfristig eine bessere Performance als höher kapitalisierte Standardwerte auf. Besonders deutlich war dieser Performanceunterschied in den vergangenen Jahren am Schweizer Aktienmarkt zu beobachten. Der Outperformancetrend ist nun aber eingebrochen (**Abb. 1**). Der Grund für die jüngste Underperformance der Small & Mid Caps ist in der zyklischen Ausrichtung dieser Titel zu sehen. Small & Mid Cap-Aktien profitieren überproportional in Marktphasen mit positiver Konjunkturdynamik. In Phasen einer sich abkühlenden Konjunktur gerät das Aktiensegment hingegen stärker unter Druck (**Abb. 2**).

Abb. 1: Performance Schweizer Small & Mid Caps

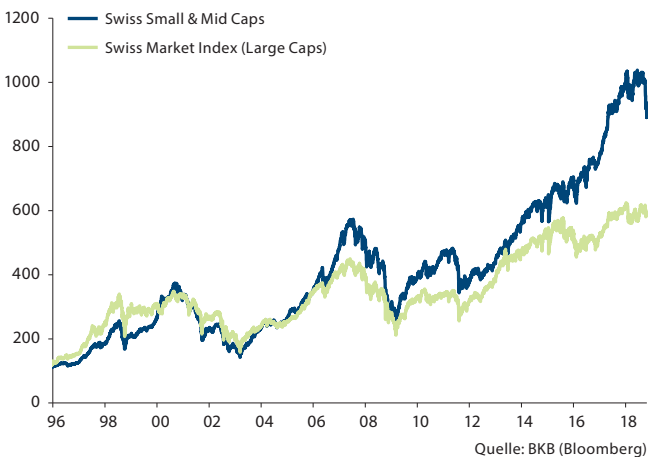


Abb. 2: Performance Schweizer Small & Mid Caps und Konjunktur (Veränderung Einkaufsmanagerindex)

