

Dezember 2018

## Fokus

**Die für das Jahr 2018 charakteristische Volatilität an den Aktienmärkten ist auch für die politisch ereignisreichen letzten Wochen zu erwarten.**

- ▶ **Schweiz:** Die Stimmung in der Industrie ist weiterhin gut. Das Risiko einer Immobilienblase ist weiter gesunken.
- ▶ **Europa:** Das Wirtschaftswachstum hat sich abgeschwächt, Deutschland und Italien mussten sogar einen Rückgang des Bruttoinlandprodukts (BIP) hinnehmen.
- ▶ **USA:** Die Konjunktur läuft weiter rund. Dennoch deuten die Prognosen für das kommende Jahr auf eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums hin.

### Auf und Ab an den Aktienmärkten

Aktuell belastet die Angst vor einer Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums, die sich in einer immer flacheren US-Zinskurve ausdrückt, die Börsen. Für die letzten Wochen des Jahres ist weiter mit einer hohen Volatilität an den Aktienmärkten zu rechnen, denn es stehen einige bedeutende Ereignisse auf der Agenda. Nebst der unklaren Brexit-Situation stehen bei der Europäischen Zentralbank (EZB) sowie der US-Notenbank (Fed) Zinsentscheide an.

Für 2019 erwarten Marktexperten zwar eine durchaus spürbare weltweite Wachstumsverlangsamung, jedoch keine ausgeprägten Rezessionstendenzen in den grössten globalen Wirtschaftsräumen.

### Marktkommentar

Die Volatilität an den Aktienmärkten hielt auch im vergangenen Monat an. Investoren allokierten ihr Kapital am Schweizer Markt dabei insbesondere in die defensiven Schwergewichte, die zeitweise auf neue Jahreshöchststände stiegen. Auf der anderen Seite standen konjunktursensitive Titel grösstenteils auf der Verkaufsliste. In diesem Zusammenhang bereitete die Situation am amerikanischen Anleihenmarkt Anlass zur Sorge. Erstmals seit über zehn Jahren sind

die Renditen von länger laufenden Obligationen stellenweise unter diejenigen von Kurzläufern gefallen, was gemäss Lehrbuch als ein Alarmsignal für eine drohende Rezession angesehen werden könnte.

Unter Einbezug der makroökonomischen Datenlage sowie der jüngst veröffentlichten Stimmungsindikatoren in den USA interpretieren Marktstrategen die momentane Zinskonstellation hingegen lediglich als ein Zeichen für eine sich abkühlende US-Wirtschaft. Angesichts der Tatsache, dass sich die US-Wirtschaft in ihrem längsten Expansionszyklus befindet, dürfte eine Abschwächung auf das Potenzialwachstum deshalb kaum überraschen.

Vor diesem Hintergrund sind die Voraussetzungen für weiter wachsende Unternehmensgewinne gegeben. Da aber steigende Finanzierungskosten sowie der erhöhte Lohndruck das weitere Margenausweitungspotenzial limitieren dürften, rechnen wir in den kommenden Quartalen auch beim Gewinnwachstum mit einer moderaten Abschwächung. Wir bleiben Risikopapieren gegenüber optimistisch gestimmt und favorisieren dabei insbesondere den defensiven Schweizer Aktienmarkt.

# Globale Konjunktur

## USA: Aktuelle Lage weiterhin gut

Jüngst veröffentlichte Wirtschaftsdaten bestätigen das Bild der letzten Monate – die Konjunktur der USA läuft weiter rund. Dabei spielt es fast keine Rolle, welche Indikatoren man betrachtet. Der Einkaufsmanagerindex der Industrie ist wieder gestiegen. Er verspricht hohe Wachstumsraten. Auf dem Arbeitsmarkt herrscht Vollbeschäftigung (**Abb. 1**). Zudem bewegt sich die Stimmung unter den Konsumenten noch immer auf einem sehr hohen Niveau. Und dennoch deuten die Prognosen für das kommende Jahr auf eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums hin. Warnsignale kommen unter anderem vom Obligationenmarkt.

Die Zinsstrukturkurve ist infolge der restriktiveren Geldpolitik der US-Notenbank nur noch leicht positiv. Und die hohe Auslastung des Faktors Arbeit begrenzt das Wachstumspotenzial im kommenden Jahr. Somit droht der grössten Volkswirtschaft der Welt 2019 eine Abnahme der Konjunktdynamik, Anzeichen für ein Abgleiten in eine Rezession sind aber nicht erkennbar.

## EU: Wirtschaftswachstum hat sich abgeschwächt

Nachdem das BIP der Euro-Zone im dritten Quartal 2017 noch um 2,8% gestiegen war, legte es im dritten Quartal 2018 nur noch um 1,7% (YoY) zu. Frühindikatoren haben die Wachstumsabschwächung

bereits seit einigen Monaten angezeigt (**Abb. 2**). Deutschland und Italien mussten sogar einen Rückgang des BIP hinnehmen. Während Deutschland unter Sondereffekten im Zusammenhang mit den neuen Abgasstandards in der Autoindustrie litt, spielen bei Italien grundlegendere Probleme eine Rolle. Die privaten Konsumausgaben und die Investitionen gaben nach, die Staatsausgaben haben stagniert. Für Deutschland rechnen Marktbeobachter im vierten Quartal deshalb mit einem erneut positiven Wachstumsbeitrag, die Aussichten für Italien bleiben dagegen, nicht zuletzt wegen des Fiskalstreits mit der EU-Kommission, eingetrübt.

## Schweiz: Stimmung in der Industrie weiterhin gut

Der Schweizer Einkaufsmanagerindex der Industrie kam in den letzten Monaten unter Druck. Mit 57,7 Punkten ist er aber weiter deutlich expansiv. Er deutet für die kommenden drei bis sechs Monate auf einen Anstieg der Wirtschaft hin (**Abb. 3**). Erfreulicherweise gilt dies auch für die Subkomponente Beschäftigung. Die Schweizer Industrieunternehmen planen weiterhin einen Aufbau der Beschäftigung. Trotzdem ist für 2019 auch in der Schweiz mit einer Abnahme der Wachstumsdynamik zu rechnen. Die Prognosen für das kommende Jahr bewegen sich zwischen 1,4 bis 2,2% und damit mehrheitlich unter dem langfristigen Durchschnitt.

Abb. 1: USA – Arbeitslosenquote in %

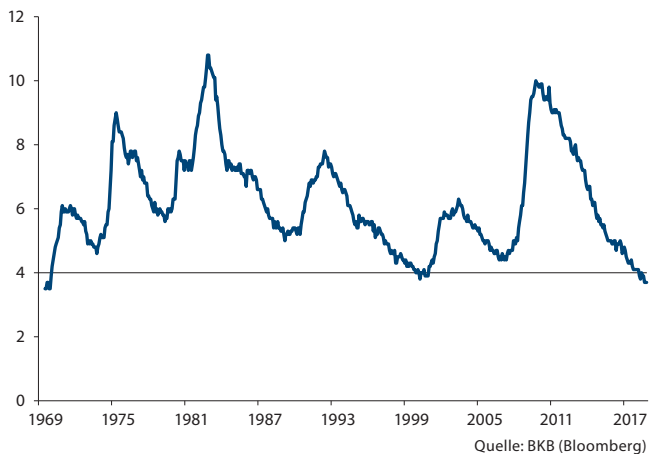


Abb. 2: Euro-Zone – Stimmungsindikatoren

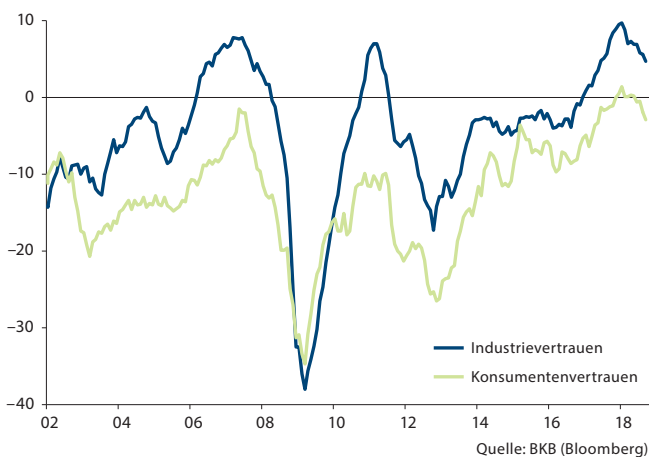
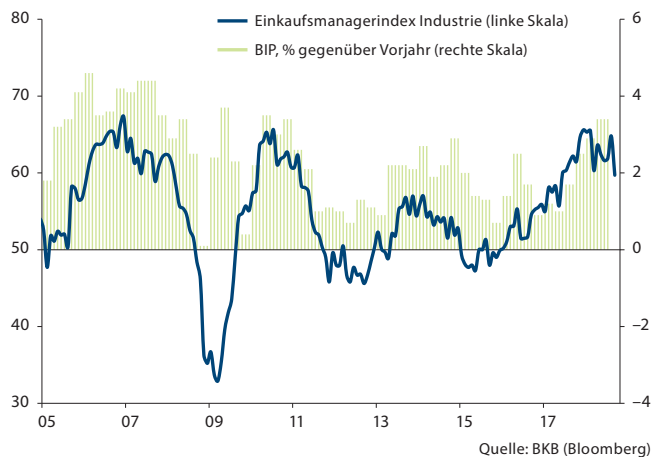


Abb. 3: Schweiz – Einkaufsmanagerindex und BIP



# Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

## US-Notenbank deutet langsamere Gangart an

An ihrer letzten Sitzung Anfang November haben die Mitglieder des geldpolitischen Fed-Ausschusses erwartungsgemäss das Zielband des US-Leitzinses unverändert belassen. Für mehr Aufmerksamkeit sorgte jedoch die Aussage von Fed-Chef Jerome Powell. Demzufolge befände sich der US-Leitzins nur noch knapp unter dem neutralen Niveau, bei dem das Wirtschaftswachstum weder stimuliert noch gebremst wird. Noch im Oktober hatte Powell erklärt, dass die Leitzinsen immer noch weit von einem neutralen Niveau entfernt seien. Durch seine Aussagen kommt der Verdacht auf, dass die schrittweisen Zinserhöhungen nächstens ein Ende finden könnten. Powell betonte zudem, dass die US-Geldpolitik keinem vorbestimmten Pfad folge.

Gleichzeitig hat die Fed ein klares Signal für eine Leitzinsanhebung im Dezember gegeben. Wie dem veröffentlichten Protokoll zu entnehmen ist, halten fast alle Mitglieder eine recht baldige weitere Leitzinsanhebung für angemessen. Die nächste Fed-Sitzung findet am 19. Dezember statt. Dann werden auch die Zinsprognosen der Fed-Mitglieder aktualisiert.

## Ausblick

Die Konjunktursorgen sowie die Zweifel an der Nachhaltigkeit des jüngsten Handelsdeals mit China sorgten dafür, dass die Anleger wieder verstärkt Staatsanleihen der Industrieländer nachgefragt haben. Diese gelten als sicherer Anlagehafen. Entsprechend kamen die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen der Schweiz, Deutschlands und der USA unter Druck. Bei letzteren ist die Rendite erstmals seit drei Monaten wieder unter 3,0% gefallen. Der als besonders wichtig erachtete Renditeabstand zwischen 2- und 10-jährigen US-Staatsanleihen ist noch positiv, wenn auch sehr gering (**Abb. 1**). Eine inverse Zinskurve, bei der die kurzfristigen Zinsen höher als die langfristigen sind, war in der Vergangenheit oft ein Indikator für eine bevorstehende Rezession.

Für 2019 rechnen Ökonomen bei den Renditen 10-jähriger Staatsanleihen mit einem Anstieg von maximal 0,25 bzw. 0,5 Prozentpunkten. Während fundamental teils deutlich höhere Renditen gerechtfertigt wären, sprechen besonders die Geldpolitik der Notenbanken (Schweiz und Euro-Zone) sowie die globalen Inflationserwartungen gegen einen deutlicheren Anstieg.

## Schweizer Immobilienmarkt: Kaum Veränderungen

Im November hat sich der Wert der Immobilienanlagen nur wenig verändert. Die Immobilienaktien legten leicht zu, die Fonds gaben etwas nach. Seit Jahresbeginn weisen die Immobilienfonds per 30. November ein deutlicheres Minus auf, die Immobilienaktien bewegen sich dagegen nur leicht im negativen Bereich. Das Risiko einer Immobilienblase in der Schweiz ist weiter gesunken. Der Swiss Real Estate Bubble Index ging im dritten Quartal 2018 weiter zurück. Er liegt erstmals seit Mitte 2012 nicht mehr in der Risikozone. Das Zinsänderungsrisiko bleibt dagegen bestehen. Bei steigenden Zinsen besteht die Gefahr von Wertverlusten bei Immobilien und Immobilienanlagen.

Auch von einer generellen Entspannung am Immobilienmarkt kann trotz dem gesunkenen Risiko nicht gesprochen werden. Für den Erwerb eines vergleichbaren Eigenheims sind immerhin 31 Jahresmieten aufzuwenden. Dieses Verhältnis hat ein neues Hoch erreicht. Das erreichte Preisniveau für Wohneigentum und die regulatorischen Anforderungen bleiben für viele Haushalte somit eine finanzielle Hürde.

Abb. 1: Renditevergleich US-Staatsanleihen



# Aktienmarkt

## Gemischte Aktienperformance

Die globalen Aktienmärkte zeigten im November einen schlingenden Kursverlauf und eine gestreute Performance. In den USA setzte sich nach den wenig überraschenden Ergebnissen der Kongresswahlen zunächst die Korrektur fort, ehe mässige Äusserungen des amerikanischen Notenbankpräsidenten bezüglich künftiger Zinsanhebungen die Aktienmärkte zum Monatsende ins Plus (+0,8% in CHF) drehen liessen. Die sehr guten Ergebnisse für das dritte Geschäftsquartal standen im Hintergrund. Nach dem Auslaufen der Steuerreform rechnen die Analysten für nächstes Jahr nur noch mit Gewinnzuwächsen im einstelligen Prozentbereich (**Abb. 1**).

Die Aktien der Euro-Zone verbuchten mit -1,9% in CHF einen weiteren Verlustmonat, und auch die Schweizer Aktien schlossen gemäss MSCI mit -0,4% im negativen Bereich. Dagegen fand bei den Schwellenländeraktien vor allem in Asien nach dem Ausverkauf der letzten Monate eine Konsolidierung statt. Sie beendeten den November mit +3% in CHF.

## Defensive Aktien gesucht

Aktien defensiver Sektoren wie Gesundheit, Versorger und Telekommunikation rentierten im November deutlich besser als der breite Markt. Demgegenüber litten Energieaktien unter dem starken Einbruch beim Ölpreis (**Abb. 2**). Von den USA wurden bezüglich der Iran-Sanktionen in grösserem Umfang Ausnahmegenehmigungen erteilt als erwartet. Angebotsseitig überraschend waren zudem auch der weitere Anstieg der US-Ölproduktion und der Lagerbestände sowie die Ausweitung der russischen Förderquote. Dagegen wird aufgrund verhaltener Konjunkturerwartungen mit einem niedrigeren Wachstum der Ölnachfrage gerechnet.

Die erwartete Wachstumsabschwächung hinterliess auch im IT-Sektor ihre Spuren. Beispielsweise kam das Sektor-Schwergewicht Apple angesichts der Besorgnis über ein möglicherweise schwächeres Weihnachtsgeschäft mit einem Kursverlust von über 18% unter Druck.

Abb. 1: Gewinnwachstum S&P 500 im Vergleich zum Vorjahr

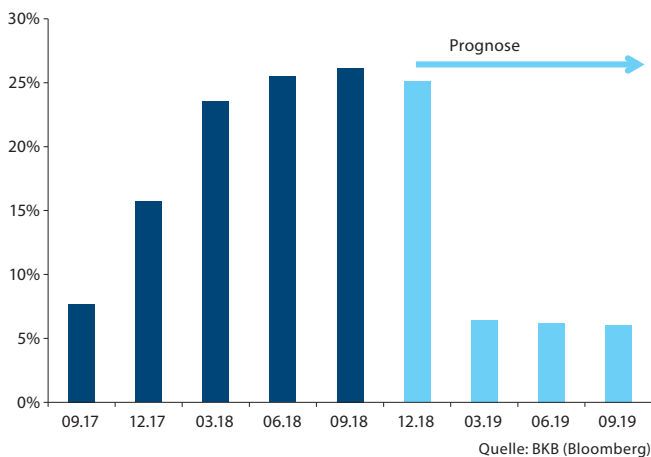


Abb. 2: Ölpreis und Energieaktien

