

April 2019

Fokus

Die US-Notenbank hat die Leitzinsen unverändert belassen und angekündigt, den Abbau der Bilanz im Herbst zu beenden.

- ▶ **Schweiz:** Das KOF-Konjunkturbarometer liegt unter dem langjährigen Durchschnitt und deutet auf eine schwache Wirtschaftsentwicklung hin.
- ▶ **Europa:** Der Einkaufsmanagerindex liegt unter der 50-Punkte-Marke und kündigt damit eine Kontraktion in den kommenden Monaten an.
- ▶ **USA:** Während sich global die Zeichen für eine Wachstumsabschwächung verdichten, hält sich der Einkaufsmanagerindex in den USA robust im expansiven Bereich.

US-Notenbank macht Pause

Die US-Notenbank (Fed) hat wie erwartet die Leitzinsen unverändert belassen und durchscheinen lassen, dass weitere Zinsschritte in diesem Jahr nicht zu erwarten sind. Etwas überrascht hat die zusätzliche Massnahme, den Abbau der Bilanz der Notenbank im Herbst zu beenden. Diese Lockerung der Geldpolitik hat die Zinsen für Anleihen weltweit nach unten gedrückt. Hausbesitzer, die jetzt ihre Hypotheken refinanzieren, profitieren aktuell von einem günstigen Zeitfenster.

Global gesehen ist noch nicht mit einer konjunkturellen Wiederbelebung zu rechnen: Während sich in China die Industrie-Einkaufsmanager-Indices erholt haben, hat der Rückgang der Industrieproduktion Deutschland zum konjunkturellen Sorgenkind gemacht, und auch Europa insgesamt hat die Schwächephase noch nicht überwunden.

Marktkommentar

In den vergangenen Wochen ist es an den Finanzmärkten zu einer divergierenden Meinungsbildung gekommen. Während die wichtigsten Aktienmärkte den dritten Monat in Folge angestiegen sind, sanken die Renditen an den Obligationenmärkten in kurzer Zeit stark und widerspiegeln teilweise einen relativ düsteren Konjunkturausblick. In den USA sind die Renditen von zehnjährigen Staatsanleihen teilweise unter 2,4% gefallen und notieren aktuell so niedrig wie seit

Ende 2017 nicht mehr. Vor vier Monaten wurden diese Titel noch zu mehr als 3% gehandelt. Aber auch in Deutschland und der Schweiz hat die Flucht in als sicher geltende Staatsanleihen zu starken Ausschlägen an den Bondmärkten geführt. Global gesehen hat das Volumen von ausstehenden Anleihen mit einer negativen Verzinsung jüngst die Marke von 10 Bio. US-Dollar wieder überschritten.

Neben Konjunktursorgen sind die tiefen Zinsen aber auch den deutlich vorsichtigeren Aussagen diverser Zentralbanken geschuldet. Während die Fed bereits zur Jahreswende signalisierte, die geldpolitische Normalisierung zu verlangsamen, hat nun auch die Europäische Zentralbank (EZB) Anpassungen am Wording vorgenommen. Gemäss Hinweisen des EZB-Präsidenten Mario Draghi könnte somit der Zeitpunkt für eine Leitzinserhöhung in der Euro-Zone weiter in die Zukunft verschoben werden.

Angesichts der angespannten Lage an den Bondmärkten erstaunt es nicht, dass Investoren wieder vermehrt Anlagen in risikobehafteten Anlagekategorien tätigten. Zudem haben vielversprechende Aussagen von den Handelsgesprächen zwischen China und den USA den Optimisten den Rücken gestärkt. Wir rechnen damit, dass die vorteilhaften Bedingungen für Risikopapiere noch etwas andauern werden, weshalb wir an der Übergewichtung der Aktien zulasten der Obligationen festhalten.

Globale Konjunktur

USA: Einkaufsmanagerindex weiter expansiv

Während sich global die Zeichen für eine Wachstumsabschwächung verdichten, hält sich der Einkaufsmanagerindex der Industrie in den USA robust im expansiven Bereich. Mit 55,3 Punkten ist er deutlich von der kritischen 50-Punkte-Marke entfernt (**Abb. 1**). Erfreulich ist in diesem Zusammenhang, dass sich der Subindex für die Auftragseingänge im März wieder erholen konnte und zuletzt mit 57,4 Punkten angegeben wurde. Gleichzeitig ist das Konsumentenvertrauen des Conference Board nach wie vor auf einem historisch sehr hohen Niveau, obwohl es jüngst etwas nachgegeben hat. Dies ist deshalb von Bedeutung, weil der private Konsum in den USA rund 70% der gesamten Wirtschaftsleistung (Anteil am BIP) ausmacht. Das hohe Konsumentenvertrauen kommt nicht von ungefähr. Schliesslich herrscht in den USA weiter Vollbeschäftigung.

EU: Frühindikatoren im kontraktiven Bereich

Der Stimmungsindikator (Einkaufsmanagerindex) für die gesamte Euro-Zone liegt unter der 50-Punkte-Marke und deutet damit auf eine Kontraktion in den kommenden drei bis sechs Monaten hin. Positiv ist aber festzuhalten, dass der Index für den Dienstleistungsbereich weiter expansiv ist und im Vergleich zum Vormonat sogar etwas zulegen konnte. Im letzten Rezessionsjahr, 2012, waren

dagegen beide Indikatoren deutlich unter der kritischen 50-Punkte-Marke. Entsprechend gibt es nach wie vor Hoffnung, dass es nicht so schlimm kommt, wie teilweise befürchtet wird. Wichtig hierfür wäre allerdings, dass endlich Klarheit über den Brexit-Kurs besteht. Ein Stabilisator ist der Arbeitsmarkt (**Abb. 2**). Dieser bildet aber nicht die Zukunft, sondern die aktuelle Lage ab.

Schweiz: Deutschland wichtigster Handelspartner

Nachdem das KOF-Konjunkturbarometer im Vormonat deutlich eingebrochen ist, hat es sich jüngst wieder etwas erholt (**Abb. 3**). Trotzdem liegt es unter dem langjährigen Durchschnitt und deutet damit auf eine schwache Schweizer Konjunkturentwicklung hin.

Ein Risiko für die Schweizer Konjunktur ist die Verfassung der Wirtschaft in der Euro-Zone. Schwächt sich diese weiter ab, hat dies auch negative Auswirkungen auf die Eidgenossenschaft. So ist Deutschland deren wichtigster Handelspartner, und zwar deutlich vor den USA. Nimmt man die gesamte Euro-Zone, so ist das Handelsvolumen (Exporte und Importe) gut viermal höher als mit den USA. Der Handel mit Grossbritannien machte dagegen 2018 nur gut 7% im Vergleich zu dem mit der Euro-Zone aus. Schwächelt die Euro-Zone, dann spürt das auch die Schweiz.

Abb. 1: USA – Einkaufsmanagerindex Industrie

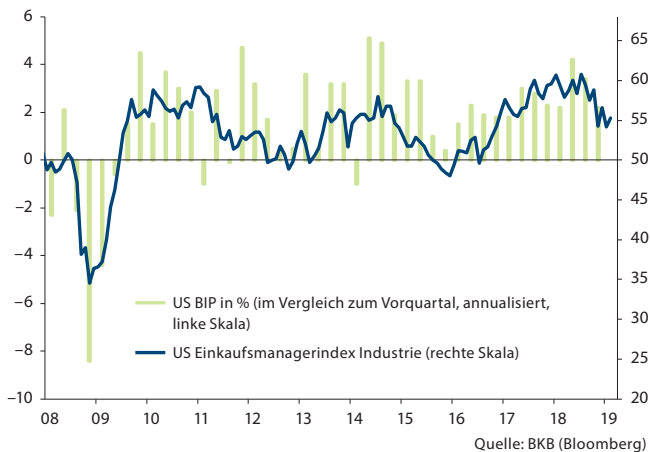


Abb. 2: Euro-Zone – Arbeitslosenquoten in %

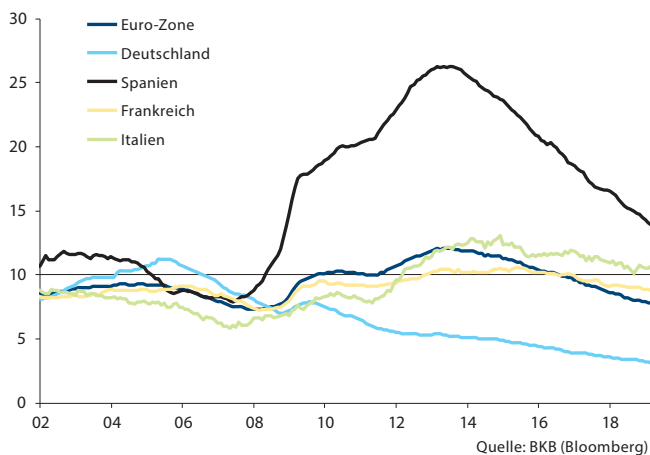
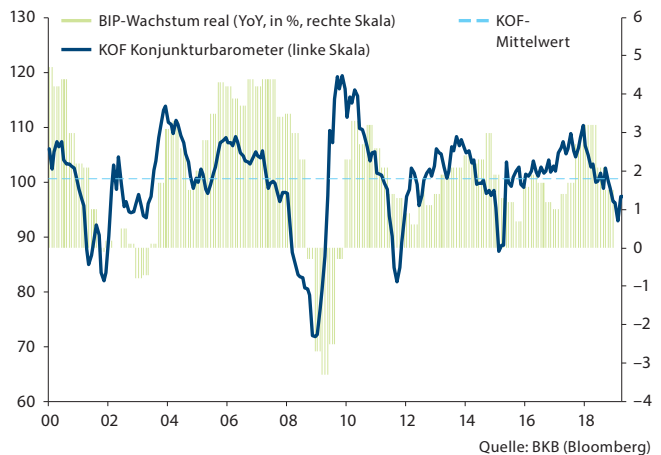


Abb. 3: Schweiz – Frühindikator und Wachstum



Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

US-Notenbank signalisiert Zinspause für 2019

Im Zuge ihrer März-Sitzung hat die Fed ihre abwartende Haltung bestätigt. Die US-Wirtschaft befindet sich aus Sicht der Fed nach wie vor in einer guten Verfassung. Auch ist die Arbeitslosigkeit nahe am historischen Tiefstand. Im letzten Jahr gab es jedoch Entwicklungen, denen die Fed besondere Aufmerksamkeit widmet. Die finanziellen Bedingungen erachtet sie als weniger unterstützend als noch im Jahr 2018. Das weltweite Wirtschaftswachstum hat sich abgeschwächt, insbesondere in Europa und China. Dazu kommen ungelöste politische Angelegenheiten wie der Brexit und die offenen Handelsgespräche zwischen den USA und China. Gemäss Fed-Chef Powell ist die Spanne des US-Leitzinses nun auf einem Niveau, das die US-Wirtschaft weder stimuliert noch bremst. Die Fed-Mitglieder glauben deshalb, dass sie im Hinblick auf mögliche Änderungen ihrer Geldpolitik geduldig sein sollten. Ferner hat Powell das Ende des Abbaus der Wertschriftenbestände der US-Notenbank per Ende September 2019 angekündigt.

Unmittelbar nach Ankündigung der Fed gab der US-Dollar an den Devisenmärkten nach. Dieser erholte sich allerdings wieder, nachdem die Konjunkturdaten der US-Industrie besser als erwartet ausgefallen waren. Marktbeobachter prognostizieren für 2019 einen Kurs von CHF 1.00 je USD.

Abwärtsrisiken für die Konjunktur überwiegen

Für die Konjunkturschwäche 2019 macht Mario Draghi externe Effekte verantwortlich. Dazu zählt er unter anderem die Verlangsamung des Welthandels, die Wirtschaftsentwicklung in China und den USA sowie eine sinkende Zuversicht der Marktteilnehmer.

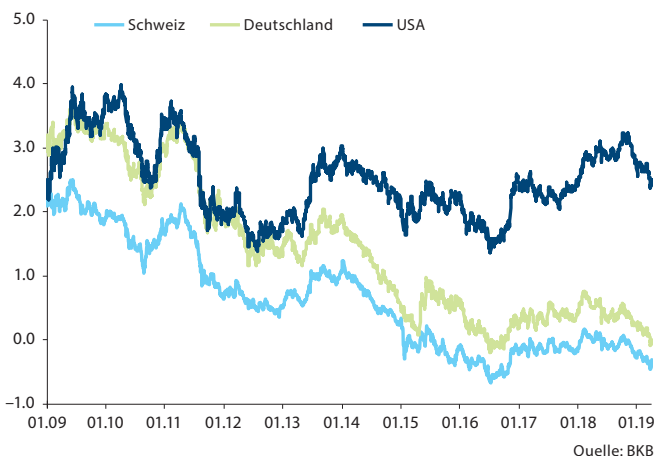
Hinzu kommen politische Risiken wie der Brexit. Als Folge bleibt die Geldpolitik der EZB sehr expansiv. So soll der Leitzins bis mindestens Ende Jahr unverändert bleiben. Das Brexit-Chaos wirkte sich negativ auf den Euro aus. Entsprechend gab der Euro-Kurs im Verlauf des Monats März deutlich nach. Aktuell gibt es auch wenig Unterstützung vonseiten der Konjunktur. Die Prognose von Marktexperten für dieses Jahr liegt bei CHF 1.15 je EUR.

Weiterer Anstieg bei den Immobilienanlagen

Nach dem positiven Jahresstart ging es bei den kotierten Schweizer Immobilienanlagen auch im März weiter aufwärts. Unterstützung kam dabei vom Obligationenmarkt, bei welchem die Renditen 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen wieder deutlich nachgegeben haben (**Abb. 1**). Immobilienfonds weisen für das erste Quartal 2019 einen Anstieg von fast 8,5% auf. Immobilienaktien legten sogar um rund 9% zu. Letztere profitierten dabei auch von der guten Stimmung an den Aktienbörsen. Sie hinkten aber dem breiten Schweizer Aktienmarkt (SPI mit mehr als 14% im Plus) hinterher.

Die Agios der Schweizer Immobilienfonds sind aufgrund der gestiegenen Kurse wenig überraschend weiter angestiegen. Die Kursaufschläge der Wohnimmobilienfonds bleiben dabei klar über denen der kommerziellen Immobilienfonds. Von den historischen Höchstständen der Agios sind wir speziell bei den Wohnimmobilienfonds nach wie vor deutlich entfernt. Die Ausschüttungsrenditen von knapp 3% sind im Vergleich zu Schweizer Obligationen attraktiv.

Abb. 1: Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Aktienmarkt

Auf und Ab an den Aktienmärkten zum Quartalsende

Nach einem bewegten Monat schlossen die Aktienmärkte mehrheitlich im Plus und haben ein sehr erfolgreiches Quartal hinter sich. Mit einer Monatsperformance von 2,2% gemäss MSCI war die Schweiz einen weiteren Monat in Folge ein Top-Performer unter den grossen Aktienmärkten. Im gesamten ersten Quartal 2019 haben Anleger am Schweizer Aktienmarkt mit 14,3% die höchste Performance in einem Kalenderquartal seit dem Jahresauftakt 2013 erzielt.

Ebenfalls deutlich positiv war der amerikanische Aktienmarkt – gemessen in CHF – mit 1,6% im März bzw. 15,2% seit Jahresbeginn. Nicht ganz mithalten konnten hingegen die Performanceergebnisse in CHF der Emerging Markets (0,7% im März, 11,4% seit Jahresbeginn), der Euro-Zone (-0,3% im März, 11,4% seit Jahresbeginn) und Japans (0,4% im März, 8,1% seit Jahresbeginn; **Abb. 1**).

Defensive Aktien gesucht

Angesichts schwacher Konjunkturdaten aus Europa und dem sehr verhaltenen Ausblick der amerikanischen Notenbank waren defensive Aktien im März im Vorteil. Darauf lassen sich auch die beobachteten regionalen Performanceunterschiede zurückführen. So litt der zyklisch dominierte Aktienmarkt der Euro-Zone unter dem hohen Anteil an Finanztiteln.

Der Zinseinbruch infolge der voraussichtlich wieder expansiveren amerikanischen Geldpolitik führte dazu, dass Finanztitel im Performanceranking der mit Abstand schlechteste Sektor waren. Sinkende Zinsen bedeuten für Banken sinkende Gewinnmargen. Dagegen profitierten Immobilienaktien von den sinkenden Zinsen (**Abb. 2** – Bei sinkenden Zinsen zeigen Finanzwerte üblicherweise eine Underperformance und Immobilienaktien eine Outperformance). Ihre vergleichsweise stabilen Erträge werden vom Markt stärker abdiskontiert. Das führt zu einem höheren Gegenwartswert dieser Unternehmen.

Abb. 1: Regionale Aktienperformance im ersten Quartal 2019

Net Total Return Indizes in CHF, 31.12.2018 = 100

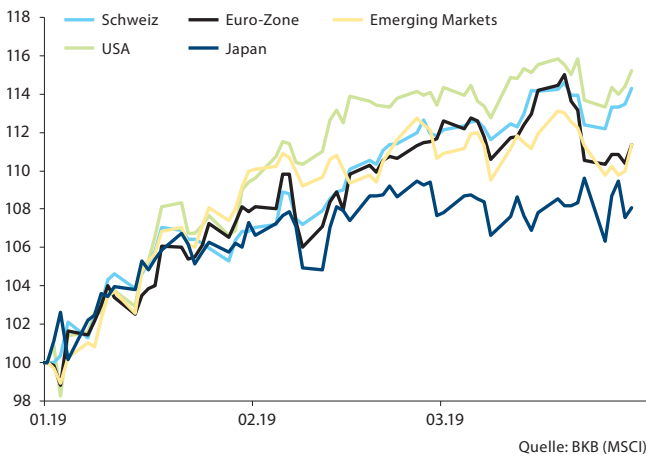


Abb. 2: Gegenläufige Zinnsensitivität von Finanztiteln und Immobilienaktien

