

Januar 2019

Fokus

Die wichtigsten globalen Aktienmärkte verzeichneten im Dezember merkliche Einbussen.

- ▶ **Schweiz:** Der Einkaufsmanagerindex der Industrie hat sich zwar robust gezeigt, jedoch signalisiert ein abnehmender Indikator der KOF eine Abschwächung der Konjunkturdynamik.
- ▶ **Europa:** Die Abschwächung der Konjunktur setzt sich aller Voraussicht nach auch 2019 fort.
- ▶ **USA:** Der Einkaufsmanagerindex der Industrie hat sich zuletzt stärker abgeschwächt, und auch die Stimmung unter den Konsumenten hat sich eingetrübt.

Rückschlag an den Aktienmärkten

Die wichtigsten globalen Aktienmärkte haben im Dezember, in CHF gemessen, 4,5% bis 11,5% an Wert verloren, und auch der Schweizer SPI-Aktienindex hat fast 7% eingebüsst.

Nebst nach wie vor bestehenden Unsicherheitsfaktoren wie dem Handelsstreit der USA mit China oder der ungeklärten Umsetzung des Brexit-Entscheids ist insbesondere der weltweit beobachtbare Trend zu schlechteren Konjunkturerwartungen besorgniserregend. Einige Frühindikatoren deuten für die wichtigsten Volkswirtschaften auf ein geringeres Wirtschaftswachstum gegenüber 2018 hin.

Marktkommentar

Zu Beginn des Jahres 2018 erreichten viele Aktienindizes dank des weltweit synchronen Wirtschaftsaufschwungs und dem Tiefzinsumfeld neue Höchststände. Die gesenkten Wachstumsprognosen und die politischen Unsicherheiten wie der anhaltende Handelsstreit zwischen China und der USA oder die ungelöste Schuldenmisere in Italien schickten die Börsen gegen Jahresende deutlich auf Talfahrt. Der amerikanische Leitindex S&P 500 verzeichnete die schlechteste Dezember-Performance seit 1931. In der Schweiz fanden starke Verschiebungen von zyklischen zu defensiven Werten statt. So konnten die Aktien der Schweizer Blue Chips Nestlé, Novartis und Roche das vergangene Jahr teilweise leicht im Plus beenden, während Unternehmen aus der zweiten Reihe dramatische Kursrückschläge verbuchten.

Die makroökonomische Datenlage signalisiert, dass der konjunkturelle Rückenwind in diesem Jahr vermutlich etwas nachlassen wird. Die weltweit relativ robusten Arbeitsmärkte deuten hingegen darauf hin, dass die Konsumausgaben weiterhin auf einem relativ hohen Niveau verharren dürften. Etwas mehr Gegenwind orten wir im verarbeitenden Gewerbe, wo der jüngst veröffentlichte Einkaufsmanagerindex in den USA zeigt, dass auch in der grössten Volkswirtschaft in diesem Jahr vermutlich mit einer leichten Wachstumsverlangsamung gerechnet werden muss. Die US-Notenbank hat vor diesem Hintergrund bereits ein flexibles Vorgehen angekündigt. So sollen die zukünftigen Zinsentscheidungen stärker datenabhängig ausfallen. Die ursprünglich in Aussicht gestellten zwei weiteren Zinserhöhungen für dieses Jahr werden von Finanzexperten deshalb in Frage gestellt.

Nach dem starken Ausverkauf im Dezember sind viele Aktienmärkte im historischen Vergleich wieder günstig bewertet. Unserer Ansicht nach sind zu viele negative Nachrichten für die verschiedenen Unsicherheitsfaktoren in den Kursen eingepreist, weshalb wir bei der taktischen Positionierung an der Übergewichtung der Risikopapiere festhalten.

Globale Konjunktur

USA: Aussichten trüben sich ein

Nachdem die US-Frühindikatoren in den letzten Monaten sehr expansiv waren, hat sich der Einkaufsmanagerindex der Industrie zuletzt stärker abgeschwächt. Er liegt mit 54,1 Punkten nach wie vor deutlich im expansiven Bereich, von Werten über 60 Punkte ist er zwischenzeitlich aber weit entfernt (**Abb. 1**).

Auch die Stimmung unter den Konsumenten hat sich eingetrübt. Speziell der Indikator, der die Erwartungen für die Zukunft misst, ist zurückgekommen. Es wird für die US-Wirtschaft schwieriger, zusätzliche positive Impulse zu bekommen. Die Vollbeschäftigung macht eine Steigerung der Produktion schwieriger. Der Arbeitsmarktbericht vom 4. Januar hat gezeigt, dass die hohe Nachfrage nach Arbeitskräften sich zunehmend in steigenden Löhnen niederschlägt. Der Anstieg ist zwar bislang nicht besorgniserregend, er zeigt aber die herrschende Knappheit beim Faktor Arbeit an.

EU: Politik bleibt Risikofaktor

Die Abschwächung der Konjunktur in der Euro-Zone setzt sich aller Voraussicht nach auch 2019 fort. Die Frühindikatoren haben sich weiter eingetrübt. Der Einkaufsmanagerindex der Industrie ist in

Italien und neu auch in Frankreich leicht im kontraktiven Bereich. In Deutschland und Spanien liegt der Indikator zudem nur noch leicht über der kritischen 50-Punkte-Marke. Auch die Konsumentenstimmung hat sich jüngst etwas eingetrübt. Die gute Verfassung auf dem Arbeitsmarkt (**Abb. 2**) konnte dies leider nicht verhindern. Die zentralen Belastungsfaktoren sind wohl politischer Natur. Dies gilt sowohl in Bezug auf das «Hickhack» um den Brexit als auch in Bezug auf die offenen Fragen rund um die US-Handelspolitik. Es ist völlig offen, wie es bei beiden Themen weitergeht.

Schweiz: KOF-Indikator kontra Einkaufsmanagerindex

Der Schweizer Einkaufsmanagerindex der Industrie hat sich zuletzt robust gezeigt. Er ist weiter deutlich expansiv und signalisiert eine positive Stimmung in der Schweizer Industrie (**Abb. 3**). Der KOF-Indikator hat sich dagegen weiter abgeschwächt und liegt zwischenzeitlich unter seinem langfristigen Durchschnitt. Er deutet für die Schweiz auf eine Abschwächung der Konjunkturdynamik hin. Dies ist nicht weiter überraschend. Die Schweizer Wirtschaft ist sehr stark in die globale Wirtschaft eingebunden und kann sich deshalb nicht vom globalen Trend abkoppeln.

Abb. 1: USA – Einkaufsmanagerindex Industrie

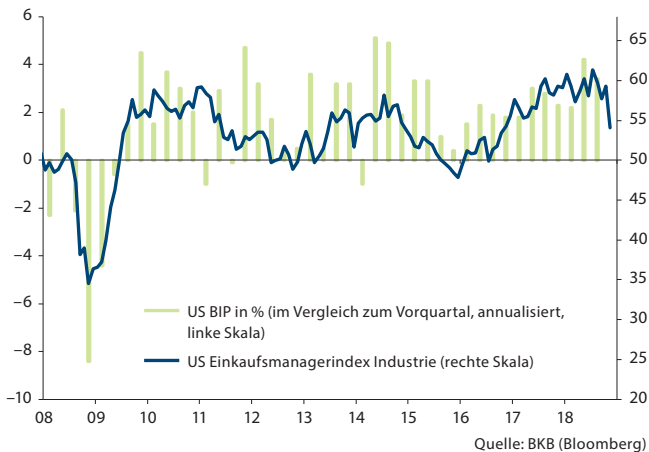


Abb. 2: Euro-Zone – Arbeitslosenquoten in %

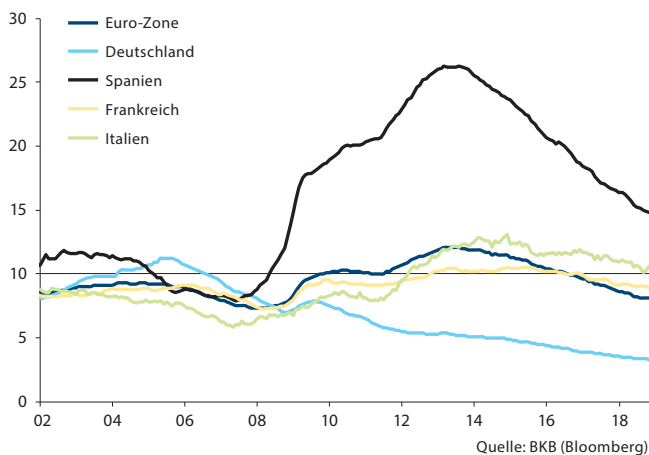
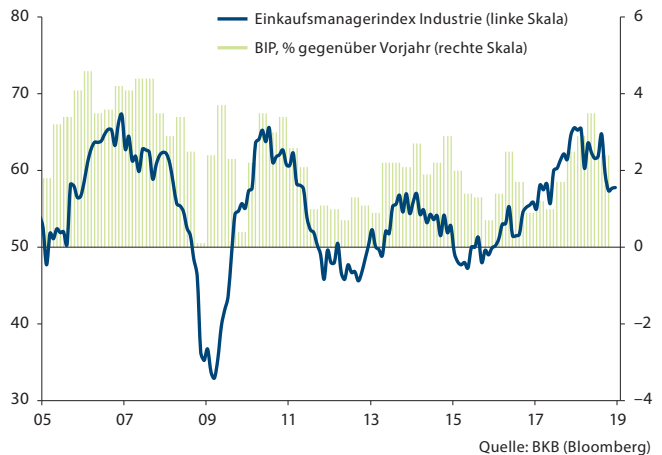


Abb. 3: Schweiz – Einkaufsmanagerindex und BIP



Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

Fed signalisiert Flexibilität bei der Zinspolitik

Die US-Notenbank (Fed) hat Mitte Dezember den US-Leitzins zum vierten Mal im Jahr 2018 um 0,25 Punkte auf ein Zielband von neu 2,25% bis 2,5% angehoben. Trotz der zuletzt vermehrten Anzeichen für eine konjunkturelle Abkühlung in den USA befindet sich der Arbeitsmarkt in einer hervorragenden Verfassung. Für 2019 hat die Fed zwei weitere Erhöhungen in Aussicht gestellt. Notenbankchef Jerome Powell betonte jedoch, dass die US-Geldpolitik flexibel und anpassungsfähig sei. Die Fed werde geduldig sein und darauf achten, wie sich die Wirtschaft entwickle. Sie sei jederzeit bereit, bei Bedarf ihren geldpolitischen Kurs deutlich anzupassen. Powell stellte zudem klar, dass die Notenbank ihre Entscheidungen unabhängig von der Politik treffe. An den Finanzmärkten werden derweil für 2019 keine Zinserhöhungen eingepreist.

Zinswende rückt in die Ferne

In Europa bleibt die Notenbank dagegen weiter expansiv. Die Konjunktur erlaubt zwar eine Beendigung der quantitativen Lockerung. Gleichzeitig haben aber gemäss dem Chef der Europäischen Zentralbank (EZB) Mario Draghi die Risiken zugenommen. Die globale Konjunkturabkühlung, der Handelskonflikt zwischen den USA und China, der bevorstehende Brexit sowie die politischen Risiken in Italien und Frankreich sind Faktoren, die gegen eine baldige Erhöhung der Leitzinsen sprechen. Zudem liegt die Inflation deutlich unter dem Ziel der EZB. Die Investoren rechnen aufgrund der zunehmenden Konjunktursorgen erst 2020 mit einer Zinserhöhung.

Auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) hält an ihrer expansiven Geldpolitik fest. Zwar entwickelt sich die Wirtschaft gut, gleichzeitig sind aber auch die Unsicherheiten gestiegen. Der Franken ist aus

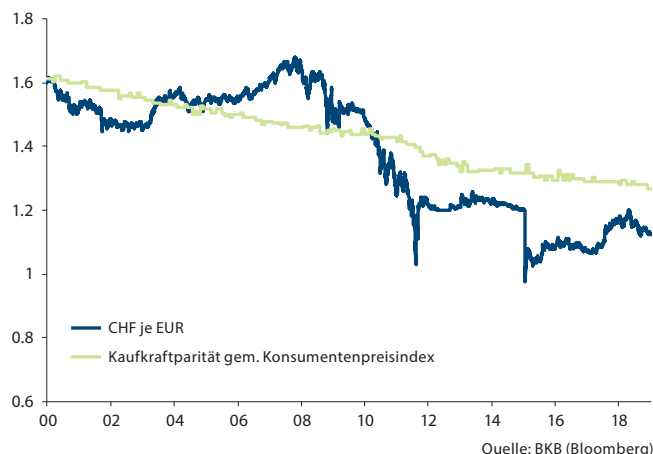
Sicht der SNB nach wie vor hoch bewertet, und die Lage am Devisenmarkt bleibt fragil. Gemäss der Kaufkraftparität der Konsumentenpreise liegt der «faire» Wechselkurs bei 1.26 CHF je EUR (**Abb. 1**). Marktbeobachter erwarten für 2019 aber nur eine leichte Abschwächung des Frankens. Die Prognose liegt bei 1.15 CHF je EUR.

Schweizer Immobilienmarkt 2018

Die kotierten Schweizer Immobilienanlagen wurden 2018 den Erwartungen nicht gerecht. Ökonomen hatten für die Immobilienfonds unter Berücksichtigung der Ausschüttungen mit einer leicht positiven Wertentwicklung gerechnet. Am Ende war beim Immobilienfondsindex (SWIIT) ein Minus von 5,3% zu verzeichnen. Dabei stellten im Jahresverlauf die zahlreichen Kapitalerhöhungen eine nicht unerhebliche Belastung für den Fondsmarkt dar. Aber auch bei den Aktien musste per Jahresende ein Minus hingenommen werden. Die Performance des Immobilienaktienindex (REAL) betrug -2,1%, bis Ende August war die Wertentwicklung noch deutlich positiv. In der zweiten Jahreshälfte konnten sich aber auch die Immobilienaktien der negativen Stimmung an den Börsen nicht entziehen.

Im Gegensatz zum SMI und zum SPI hielt sich aber der Verlust der Schweizer Immobilienaktien in Grenzen. Als Folge der negativen Wertentwicklung kamen die Agios bei den Fonds deutlich unter Druck. Die Immobilienfonds sind im historischen Vergleich damit nicht mehr hoch bewertet. Gleiches gilt auch, wenn man die Agios mit den Renditen 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen vergleicht.

Abb. 1: Euro-Franken-Kurs und Kaufkraftparität



Aktienmarkt

Deutliche Verluste zum Jahresende

Statt einer Jahresendrallye erlebten die Anleger an fast allen Aktienmärkten im Dezember herbe Verluste. Konjunktursorgen und Furcht vor schwächeren Gewinnen radierten auch die am US-Aktienmarkt bis November noch positive Jahresperformance aus. Der Monatsverlust bei US-Aktien fiel gemäss MSCI mit 10,5% in CHF im internationalen Vergleich hoch aus. Die Rückschläge an den bereits im Jahresverlauf stark gebeutelten Aktienmärkten der Schwellenländer sowie der Euro-Zone waren mit -4,2% bzw. -6,5% etwas niedriger. Auch der MSCI Schweiz Index büsste 6,7% ein. Zyklische Titel wurden wie bereits im Vormonat stärker abgestraft als defensive Titel. Am besten konnten sich weltweit die Aktien von Versorgern halten.

Rückgang der Bewertungsniveaus

Die Beitragsanalyse (**Abb. 1**) der wenig erfreulichen Jahresperformance zeigt, dass die Verluste auf einer Reduktion der Bewertungsniveaus beruhen. Während die Unternehmensgewinne 2018 wei-

terhin deutlich zulegen konnten, sank die Bereitschaft der Anleger, darauf die gleichen Bewertungsmaassstäbe anzulegen wie zuvor. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse an den verschiedenen Aktienmärkten nahmen im Jahresverlauf deutlich ab und liegen nun im Bereich der langfristigen Mittelwerte.

Erwartungen für 2019

Für 2019 rechnen Marktexperten mit einer verhaltenen Entwicklung der Aktienmärkte. Das sich abflachende Wirtschaftswachstum und ein möglicher Rückgang der historisch hohen Gewinnmargen (**Abb. 2**) lassen eine abnehmende Gewinndynamik erwarten. Demzufolge dürften die Aktienmarktrenditen unterdurchschnittlich, aber im Hauptszenario – das keine Rezession vorsieht – noch leicht positiv in der Bandbreite von 0% bis 5% ausfallen. Aufgrund seiner defensiven Positionierung sehen Ökonomen die grössten Chancen am Schweizer Aktienmarkt.

Abb. 1: Beiträge zur Aktienperformance in CHF
Grafikskala mit Log-Renditen, 01.01. – 31.12.2018

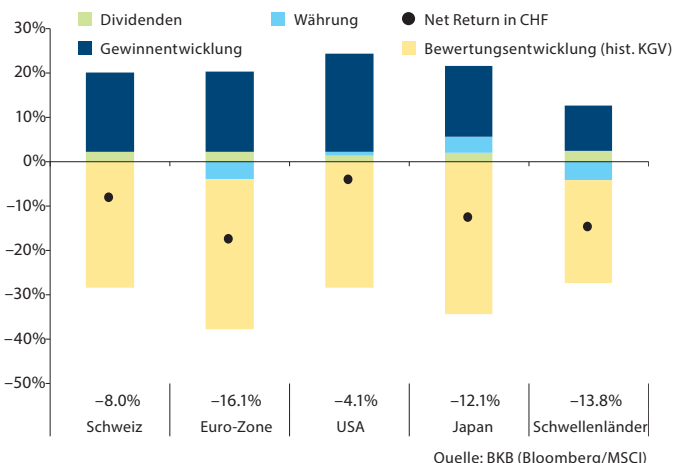


Abb. 2: Entwicklung der Gewinnmargen Aktien Welt

