

Fokus

Geopolitische Risiken dominieren die Agenda an den Finanzmärkten. Das geldpolitische Umfeld spricht weiterhin für Aktien.

- **Schweiz:** Nachdem die Wachstumsrate für das Schweizer BIP im ersten Halbjahr schwächer ausgefallen ist als ursprünglich erwartet, haben Konjunkturoberken ihre Wachstumsprognosen für 2019 gesenkt.
- **Europa:** Die Einkaufsmanagerindizes haben sich weiter eingetrübt, insbesondere die Stimmung in der deutschen Industrie hat sich nochmals deutlich verschlechtert.
- **USA:** Die Stimmung unter den Konsumenten ist nach wie vor gut, die Beschäftigung in den USA hat im Jahresvergleich zugelegt.

Clientis Marktkommentar

Trotz Handelskrieg zwischen China und den USA, Unklarheit über den Brexit sowie Anschläge auf Raffinerien haben sich die Aktienmärkte bis Ende September sehr gut entwickelt. Unter Berücksichtigung der Dividendenzahlungen hat sich der Swiss Market Index (SMI) in den ersten neun Monaten um knapp 24% verteuert. Nach enttäuschenden Konjunkturdaten hat die Nervosität unter den Anlegern in den ersten Handelstagen des laufenden Monats aber wieder zugenommen, worauf die Aktienindizes auf breiter Front nachgaben. Als Belastungsfaktor erwiesen sich insbesondere die jüngst veröffentlichten Makrozahlen aus den USA. So vermehren sich die Hinweise, dass sich die Schwäche des amerikanischen Industriesektors auf den Dienstleistungsbereich übertragen könnte.

Tatsächlich hat der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor (ISM Services) im September die Markterwartungen deutlich verfehlt und ist auf den tiefsten Stand seit drei Jahren gefallen. Optimisten sehen darin bereits die Bestätigung, dass die amerikanische Notenbank (Fed) die Zinsen im Oktober weiter senken dürfte.

Die international wieder lockerer gewordene Geldpolitik der Notenbanken führt dazu, dass unvermindert grosse Summen in den Obligationenmarkt investiert werden. Zuletzt lancierte die Europäische Zentralbank (EZB) ein neues Massnahmenpaket zur Stimulierung der Wirtschaft und reaktiviert unter anderem ihre Wertpapierkäufe. Als Folge sind die Zinsen von als sicher geltenden Obligationen noch weiter in den Minusbereich gefallen. Die verzweifelte Suche nach Rendite führt dazu, dass selbst Anleihen mit einer fragwürdigen Kreditqualität die Anleger nur noch ungenügend für das eingegangene Risiko entschädigen. Angesichts der grosszügigen Liquiditätsversorgung der Finanzmärkte durch die Zentralbanken sowie der unsicheren Konjunktorentwicklung ist es unserer Ansicht nach unwahrscheinlich, dass sich die Zinssituation in der kurzen Frist markant entschärft. Vor diesem Hintergrund erscheinen Aktien noch immer als die vergleichsweise attraktivste Anlagekategorie.

Globale Konjunktur

USA: Privater Verbrauch als Stabilisator

Der private Verbrauch ist die mit Abstand wichtigste Komponente des US-amerikanischen BIPs. Er macht rund 70% der gesamten Wirtschaftsleistung aus. Der Beitrag der Investitionstätigkeit beträgt etwa 18%, jener der Staatsausgaben gut 17%. Der Aussenbeitrag, also die Differenz zwischen Exporten und Importen, ist dagegen negativ, die USA weisen seit Jahren strukturell ein Handelsbilanzdefizit aus. Es ist somit wenig verwunderlich, dass der Stimmung der Konsumenten viel Aufmerksamkeit entgegengebracht wird. Die jüngste Eintrübung hat denn auch zu besorgten Kommentaren Anlass gegeben. Trotz des Rückgangs ist die Stimmung unter den Konsumenten aber nach wie vor gut, schliesslich hat die Beschäftigung in den USA im Jahresvergleich zugelegt (**Abb. 1**). Die Konsumenten dürften somit vorerst weiterhin ihrer Rolle als Stabilisator der Konjunktur gerecht werden.

EU: Deutschland drückt auf die Stimmung

Die Einkaufsmanagerindizes der Euro-Zone haben sich weiter eingetrübt. Dabei hat sich gerade die Stimmung in der deutschen Industrie nochmals deutlich verschlechtert. Dies zeigt auch die Erwartungskomponente des deutschen ifo-Index, die auf den

tiefsten Stand seit Juni 2009 gesunken ist (**Abb. 2**). Gründe für den sich ausbreitenden Pessimismus sind die ungelösten internationalen Probleme wie der globale Handelskonflikt und der Brexit. Gleichzeitig gibt es aber auch hausgemachte Probleme wie die aktuelle Krise in der deutschen Automobilindustrie. Entsprechend rechnen Ökonomen für das dritte Quartal 2019 erneut mit einer negativen Wachstumsrate des deutschen BIP. Für die Euro-Zone insgesamt gehen Marktexperten aber weiter von einem leicht positiven Wachstum um +1% aus.

Schweiz: BIP-Prognosen nach unten angepasst

Nachdem die Wachstumsrate für das Schweizer BIP im ersten Halbjahr schwächer ausgefallen ist (**Abb. 3**) als ursprünglich erwartet, kam es zu Prognoseanpassungen. So haben zuletzt vom KOF befragte Konjunkturoberken ihre Wachstumsprognose für das laufende Jahr auf 1% gesenkt. Auch die Schweizer Konjunktur leidet unter Handelskrieg und Brexit. Hinzu kommt, dass Deutschland für die Schweiz der wichtigste Handelspartner ist. Eine Schwäche der deutschen Konjunktur spüren somit auch viele Schweizer Unternehmen.

Abb. 1: USA – Beschäftigung

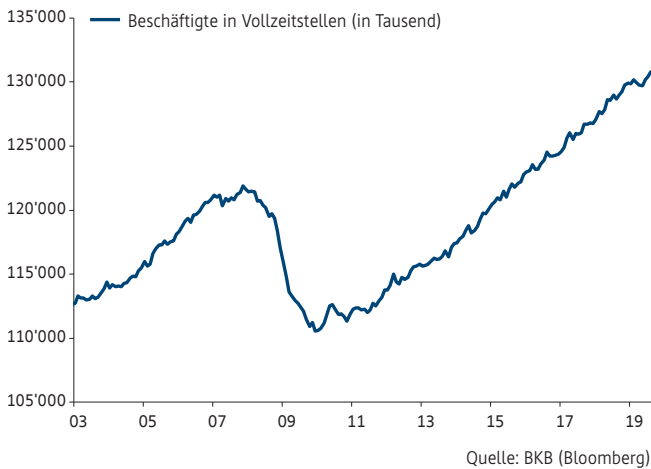


Abb. 2: Deutschland – Ifo-Index und BIP

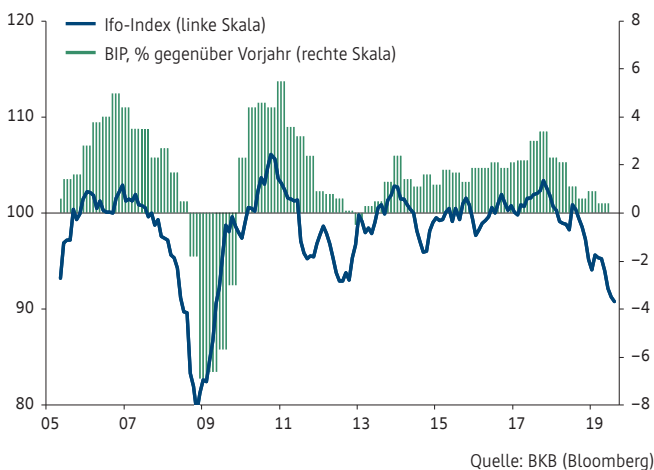
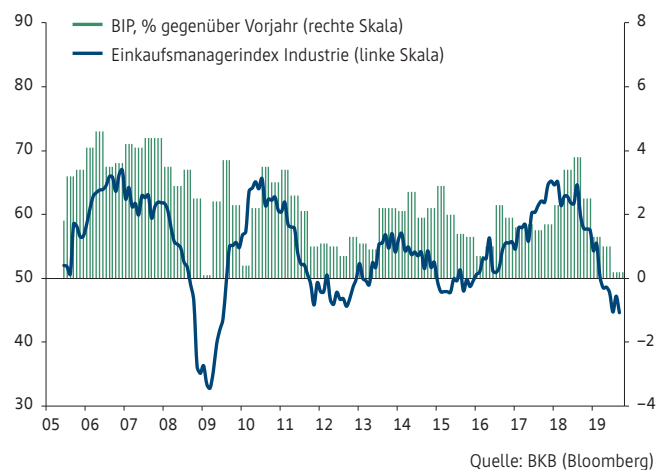


Abb. 3: Schweiz – Frühindikator und BIP



Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

Normalisierungskurs der Fed am Ende?

Die Fed hat, wie von den Marktteilnehmern erwartet, den Leitzins zum zweiten Mal in Folge um 0.25 Prozentpunkte gesenkt. Dies, obwohl sich die amerikanische Wirtschaft im längsten Aufschwung der US-Geschichte befindet. Gemäss Notenbankchef Jerome Powell werde der niedrigere Zins im Hinblick auf die zunehmenden Risiken das weitere Wachstum stärken. Die Schwäche des globalen Wachstums und die Unsicherheit der Handelspolitik hätten die Wirtschaft laut Powell belastet. Mit dem Einschreiten der Notenbank soll ein Konjunkturerinbruch verhindert werden.

Die Fed geht weiter von einer moderat wachsenden US-Wirtschaft aus, allerdings sind die Exporte und Investitionen zuletzt zurückgegangen. Powell stellte konkret keine weiteren Zinssenkungen in Aussicht. Die Notenbank werde alle wirtschaftlichen Daten weiter genau beobachten und angemessen handeln. Die Finanzmärkte rechnen indes mit einer weiteren Zinssenkung im Dezember.

Europäische Zentralbank (EZB) zurück im Krisenmodus

Der EZB-Rat hat an seiner September-Sitzung entschieden, die Geldpolitik erneut zu lockern. So werden die Strafzinsen für Banken, die Gelder bei der EZB deponieren, von $-0,4\%$ auf $-0,5\%$ verschärft. Das umstrittene Anleihekaufprogramm wird wieder aufgenommen. Laut EZB-Präsident Draghi ist die sehr expansive Geldpolitik über einen längeren Zeitraum vonnöten. Die Abschwächung der Wirtschaft sei erheblicher als erwartet. Er rechnet vorerst aber nicht mit einer Rezession. Der zweite Hauptgrund ist die schwache Entwicklung der Inflation. Erst wenn sich die Inflationsaussichten eindeutig und konstant dem EZB-Ziel nähern, ist eine Umkehr der Geldpolitik in Sicht. Dabei gilt es aber, die Abwärtsrisiken nicht aus den Augen zu verlieren.

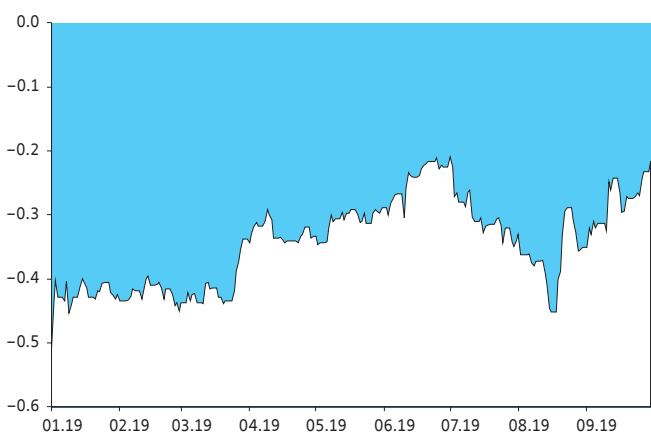
Im Gegensatz zur EZB behält die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihre Geldpolitik unverändert bei. Die Zinsdifferenz zum Euro ist leicht gesunken (**Abb. 1**), und der Druck auf den Franken etwas gestiegen, jedoch nicht gravierend. Die SNB betonte, dass die expansive Geldpolitik angesichts der internationalen Entwicklungen und der Inflationsaussichten in der Schweiz weiterhin notwendig bleibe.

Schweizer Immobilienmarkt: erfreuliche Entwicklung bei kotierten Immobilienanlagen

Die kotierten Schweizer Immobilienanlagen haben sich seit Jahresanfang sehr erfreulich entwickelt. Immobilienaktien konnten im September ihren vorherigen Höhenflug nicht weiter fortsetzen, korrigierten auf allerdings nach wie vor hohem Niveau. Auch Fonds entwickelten sich stabil und konnten ihr Niveau ungefähr verteidigen. Das Plus bei den Immobilienaktien beträgt per 30. September 2019 rund 26% . Bei den Immobilienfonds beträgt das Plus immerhin noch knapp 14% . Treiber des leichten Kursrückgangs bei den Immobilienaktien waren die Unsicherheiten am Aktienmarkt sowie die nach wie vor hohe Bewertung. Dies führte zu Gewinnmitnahmen. Die Agios bei den Fonds sind nach wie vor sehr hoch. Die Kursaufschläge der Wohnimmobilienfonds bleiben über denen der kommerziellen Immobilienfonds.

Die Kapitalerhöhungen wurden im Jahresverlauf bislang sehr gut angenommen, was eine robuste Nachfrage dokumentiert. Die Immobilienanlagen erhalten weiter Unterstützung durch die rekordtiefen Zinsen. Der Anlagenotstand bei den Obligationen treibt die Anleger in Immobilienfonds und Immobilienaktien. Die Ausschüttungsrenditen sind im Vergleich zu deutlich negativ rentierenden 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen attraktiv. Investoren lassen sich auch durch das durchaus herausfordernde Marktumfeld kaum abschrecken.

Abb. 1: Renditedifferenz zwischen Schweizer und deutschen 10-jährigen Staatsanleihen



Quelle: BKB (Bloomberg)

Aktienmarkt

Entspannung an den Aktienmärkten im September

Nach den Kursrückgängen im Vormonat befanden sich die globalen Aktienmärkte im September wieder im Aufwind. Angesichts der Hoffnung auf Entspannung bei wichtigen politischen Problemen verbesserte sich die Stimmung. So trugen die angekündigte Wiederaufnahme der chinesisch-amerikanischen Handelsgespräche und die Hindernisse für den britischen Premier Boris Johnson im Hinblick auf einen «No Deal Brexit» zur Erholung bei. Der japanische Aktienmarkt, der besonders unter den Handelsquerelen gelitten hatte und seit Jahresbeginn hinter den übrigen Industrieländern zurückgeblieben ist, konnte seinen Rückstand mit einer Monatsperformance von +4,8% in CHF etwas verringern. Auch in der Euro-Zone (+3,5%), den Schwellenländern (+2,7%), den USA (+2,5%, jeweils in CHF) und der Schweiz (+1,4%) zeigten die Aktienkurse nach oben (Abb. 1).

Performanceschub bei Finanz- und Energietiteln

Von den in der ersten Monathälfte wieder gestiegenen Zinsen konnten insbesondere Finanzwerte profitieren. Daneben zählten Energietitel im September zu den Outperformern, nachdem Drohnenangriffe auf die saudiarabische Ölproduktion für einen Anstieg des Ölpreises gesorgt hatten. In der zweiten Monathälfte favorisierten die Anleger dann wieder defensive Sektoren wie Versorger, Immobilien und nicht-zyklische Konsumgüter.

Aktien aus dem globalen Gesundheitssektor konnten an diesem Turnaround weniger partizipieren, da im Zuge der jüngsten Enthüllungen in der amerikanischen Politik den Demokraten und somit einer verstärkten Regulierung im Gesundheitsbereich verbesserte Chancen eingeräumt wurden (Abb. 2).

Abb. 1: Regionale Aktienperformance im September
Net Total Return Indices in CHF, 30.08.2019 = 100

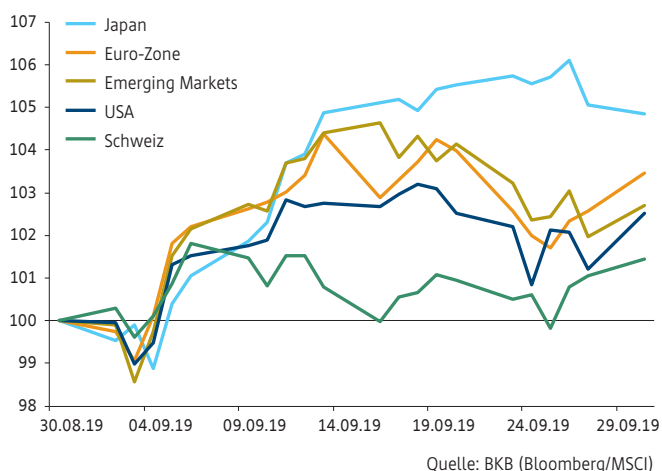


Abb. 2: Relative Performance verschiedener Sektoren gegenüber MSCI Welt Index im September, in %

