

Fokus

Obwohl die Aktienmärkte sich zuletzt kräftig erholt haben, schüren Themen wie der US-Handelskonflikt mit China und der Brexit nach wie vor Unsicherheit.

- **Schweiz:** Die Stimmung der Industrie hat sich leicht verbessert, der Einkaufsmanagerindex liegt aber nach wie vor unter der kritischen 50-Punkte-Marke.
- **Europa:** Die Frühindikatoren zeigen das eine oder andere positive Signal. Für Zündstoff sorgen dagegen weiterhin politische Unsicherheiten.
- **USA:** Die Konsumentenstimmung ist – trotz des Handelskonflikts mit China – weiterhin sehr positiv.

Clientis Marktkommentar

Die Konjunkturdaten aus den USA fielen in den vergangenen Wochen insgesamt stark aus und deuten darauf hin, dass die US-Wirtschaft auch im zweiten Halbjahr auf Wachstumskurs bleiben dürfte. Das Konsumentenvertrauen hielt sich überraschend gut, und weder Konjunktursorgen noch die neuerliche Eskalation im Handelsstreit zwischen den USA und China konnten den Haushalten im August etwas anhaben. Das entsprechende Konsumbarometer sank lediglich von 135,8 auf 135,1 Punkte. Analysten rechneten mit einem Rückgang auf 129 Zähler.

Die internationalen Aktienmärkte erholten sich in den letzten Wochen kräftig. Die wiederaufkeimenden Hoffnungen auf eine Beruhigung im Handelskonflikt zwischen den USA und China dürften der Grund für die Erholung sein. So liess der amerikanische Präsident Donald Trump jüngst verlauten, dass wieder Gespräche zum Thema Handel auf der Agenda stünden. Bis zum

Zustandekommen von konkreten Abmachungen zwischen den beiden Parteien erwarten wir jedoch, dass die Märkte weiterhin durch ein Wechselbad der Gefühle gehen.

Trotz der kräftigen Kursanstiege an den Aktienmärkten sanken die langfristigen Renditen der Anleihen erneut. So fielen diese für 10-jährige Staatsanleihen in den USA und der Schweiz um jeweils zwei Basispunkte. Dennoch rechnen wir damit, dass angesichts des nach wie vor ungelösten Handelskonflikts sowie der chaotischen Brexit-Verhandlungen die Nachfrage nach sicheren Staatsanleihen anhält. Auch die erwartete Leitzinssenkung in den USA sowie das Massnahmenpaket der EZB im September dürften das tiefe Renditeniveau kurzfristig in Schach halten.

Mangels alternativer Renditequellen behalten wir unsere neutrale Aktienpositionierung nach wie vor bei.

Globale Konjunktur

USA: Konsumentenstimmung trotz Handelskonflikt

Die Stimmung unter den US-amerikanischen Konsumenten ist weiterhin sehr positiv; trotz des leichten Rückgangs liegt sie im Vergleich der letzten 20 Jahre auf einem sehr hohen Niveau (**Abb. 1**). Die Konsumenten bleiben somit ein wichtiger Stabilisator für die US-Konjunktur. Dies belegt auch die zweite Schätzung für das Bruttoinlandprodukt (BIP) im zweiten Quartal. Danach hat der private Konsum im Vergleich zu den ersten drei Monaten des Jahres um 4,7% zugelegt. Es scheint zumindest bislang so zu sein, dass die Stimmung der Konsumenten den Unsicherheiten rund um den Handelskonflikt zwischen den USA und China trotz.

Dass der Konflikt jedoch nicht spurlos an der US-Konjunktur vorbeigeht, zeigt der Einkaufsmanagerindex der Industrie. Dieser hat erneut nachgegeben und liegt mit 49,1 Punkten nunmehr unter der kritischen 50-Punkte-Marke. Das Risiko einer Rezession nimmt also zu. Dies zeigt auch die inverse Zinsstrukturkurve (Zinsdifferenz 10-jähriger und 2-jähriger US-Staatsanleihen). In der Vergangenheit galt diese mittelfristig als guter Rezessionsindikator.

EU: Politik, Politik und nochmals Politik

Seitens der Frühindikatoren gab es in der Euro-Zone zuletzt das eine oder andere positive Signal. Die Einkaufsmanagerindizes der Industrie konnten etwas zulegen und die des Dienstleistungsbereichs versprechen positive Wachstumsraten (**Abb. 2**). Sie liegen teils deutlich im expansiven Bereich. Für Zündstoff sorgt dagegen weiter die Politik. Das Damoklesschwert ist und bleibt der Brexit. Hier sind nach wie vor alle Szenarien denkbar. Ein anderes Risiko scheint dagegen gelöst. Italien hat eine neue Regierung, und zwar ohne die Rechtspopulisten um Matteo Salvini. Damit dürfte sich das Verhältnis zwischen Italien und der EU wieder etwas verbessern.

Schweiz: Stimmung hat sich leicht verbessert

Die Stimmung der Schweizer Industrie hat sich im August leicht verbessert. Der Einkaufsmanagerindex konnte zulegen, liegt aber nach wie vor unter der kritischen 50-Punkte-Marke (**Abb. 3**), die für die kommenden drei bis sechs Monate eine Kontraktion für die Industrie signalisiert. Erstmals seit Juli 2016 ist auch der Subindex der Beschäftigung unter die Wachstumsschwelle gerutscht. Damit steigt das Risiko, dass der globale Handelskrieg und die Brexit-Diskussionen nicht spurlos an den Arbeitsplätzen in der Industrie vorbeigehen. Positiv ist dagegen, dass der Index für den Dienstleistungsbereich wieder deutlich expansiv ist.

Abb. 1: USA – Konsumentenstimmung

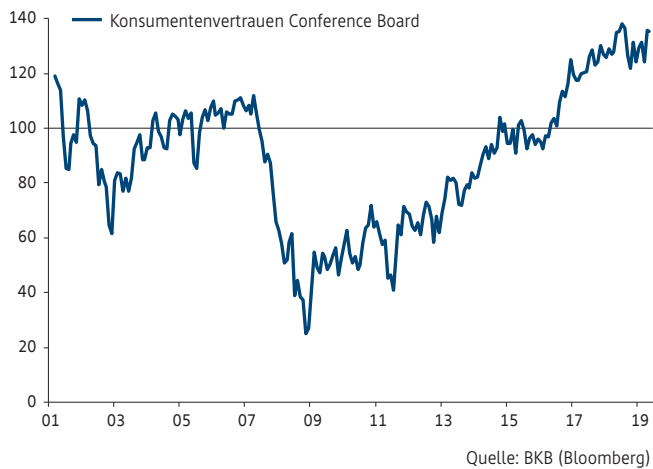


Abb. 2: Euro-Zone – Frühindikatoren

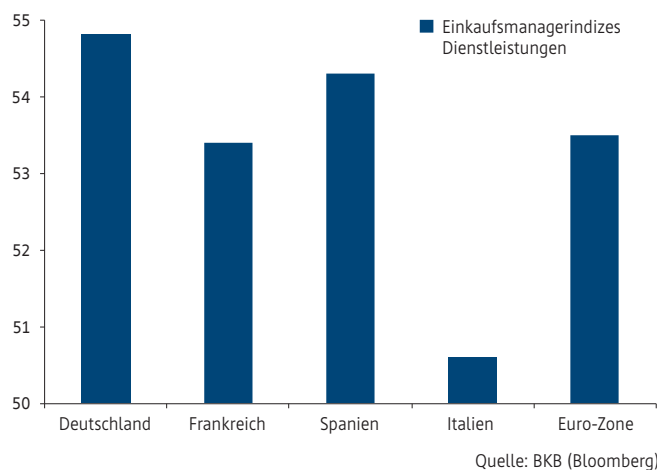
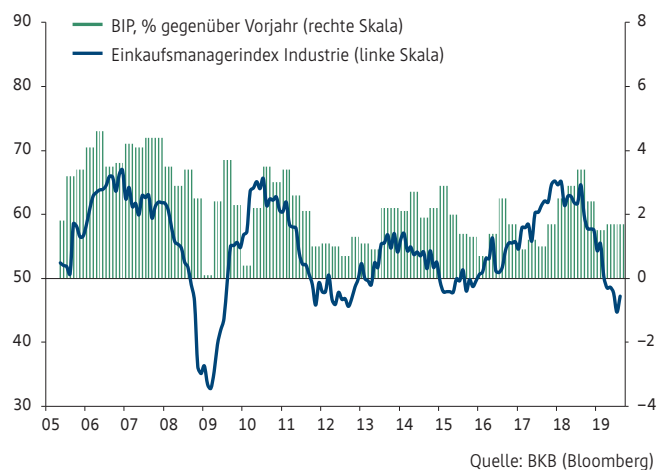


Abb. 3: Schweiz – Frühindikator und BIP



Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

Geldpolitik im September im Fokus

Nachdem die US-Notenbank (Fed) einen 180-Grad-Schwenk bei ihrer Geldpolitik vollzogen hat, schauen Marktteilnehmer und Ökonomen gespannt auf die anstehenden Notenbanksitzungen. Den Anfang macht dabei die Europäische Zentralbank (EZB). Mario Draghi führt im September zum letzten Mal den Vorsitz. Es wird allgemein davon ausgegangen, dass er die Geldpolitik zum Schluss seiner Amtsperiode noch etwas expansiver gestalten wird. Auch von der Fed wird per 18. September eine Zinssenkung erwartet. Am Markt ist aktuell eine Reduktion von 25 Basispunkten eingepreist.

Die letzte im Bunde ist die Schweizerische Nationalbank (SNB). Auch hier ist eine Senkung des Leitzinses auf minus 1% denkbar. Dies dürfte allerdings zum einen von den Vorgaben der EZB abhängen und zum anderen von den beobachtbaren Marktreaktionen. Hält der Franken dem potenziellen Aufwertungsdruck stand, so könnte sich die SNB mit einer Reduktion der Zinsen Zeit lassen. Positiv könnte sich dabei die wieder stabilere Lage in Italien auswirken. Die Koalition von Fünf Sternen und Sozialdemokraten (PD) unter Regierungschef Conte dürfte zu deutlich weniger Spannungen mit der EU-Kommission führen. Und auch der immer wieder aufflackernden Diskussion um die Zukunft des Euro wäre damit fürs erste ein Riegel vorgeschoben.

Renditen der Staatsanleihen auf neuen Tiefständen

Infolge der gestiegenen Rezessionsrisiken und der politischen Unsicherheiten (Handelskonflikt, Brexit usw.) bleiben die Renditen der Anleihen unter Druck. Die Staatsanleihen in Deutschland und der Schweiz sind weiter deutlich negativ. Neben der expansiven Geldpolitik und der Konjunktursorgen sprechen auch die niedrigen Inflationserwartungen für weiter tiefe Zinsen. So herrscht auch aktuell eine sehr hohe Preisniveaustabilität. Selbst die Renditen von

griechischen und italienischen Staatsanleihen haben in den letzten Monaten deutlich nachgegeben (**Abb. 1**). In Italien hat dabei die Aussicht auf die Wahl einer neuen Regierung für nochmals deutliche Entspannung gesorgt.

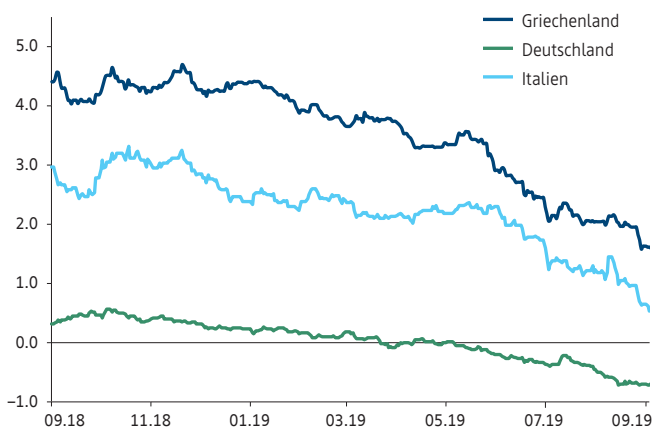
Die weitere Entwicklung des Euro-Franken-Kurses wird stark von den anstehenden geldpolitischen Entscheidungen geprägt. Es ist aber davon auszugehen, dass die SNB versuchen wird, sich gegen eine weitere Aufwertung des Frankens zu stemmen – zur Not eben auch mit einem nochmals tieferen Leitzins.

Schweizer Immobilienmarkt: sehr gute Wertentwicklung

Die kotierten Schweizer Immobilienanlagen weisen seit Jahresanfang weiterhin eine sehr gute Wertentwicklung auf. Dabei konnten sich Immobilienaktien im Vergleich zu den Fonds per Ende August sogar noch deutlich absetzen. Das Plus bei den Immobilienaktien beträgt rund 28%. Bei den Immobilienfonds beträgt das Plus immerhin noch knapp 14%. Die Turbulenzen an den Aktienmärkten Anfang August hatten kaum einen negativen Einfluss. Die Immobilienfonds gaben nur leicht nach, Immobilienaktien konnten sich sogar positiv profilieren. Die Agios bei den Fonds haben nochmals zugelegt. Die Kursaufschläge der Wohnimmobilienfonds bleiben über denen der kommerziellen Immobilienfonds.

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: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in %



Quelle: BKB (Bloomberg)

Aktienmarkt

Globale Aktienmärkte im August mit Korrektur

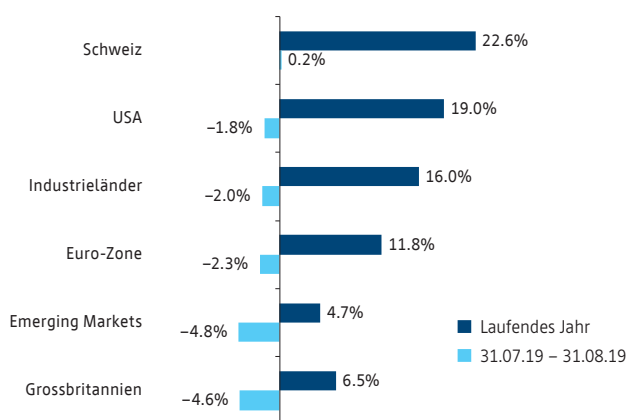
Die beiden Sommermonate Juni und Juli waren für Aktienanleger noch ausgesprochen gute Monate. Diverse Aktienindizes hatten neue Höchststände markiert. Dies galt bspw. für den S&P 500 Index, der die 3000-Punkte-Marke überwand. Dies galt auch für den Swiss Performance Index, der Ende Juli mit über 12'000 Punkten schloss. Aber just zum Monatsanfang August trübte US-Präsident Donald Trump mit der Ankündigung neuer Zölle auf Importe aus China die Stimmung abrupt und sorgte besonders in den ersten Tagen des Monats für eine deutliche Korrektur an den Aktienmärkten. Davon konnten sie sich bis zum Monatsende mit wenigen Ausnahmen nicht mehr erholen.

Sehr schwach zeigten sich besonders die Aktien der Emerging Markets. Aber auch der britische Aktienmarkt wurde überdurchschnittlich in Mitleidenschaft gezogen. Das vermeintliche Damoklesschwert «No-Deal-Brexit» schwebt nach wie vor über der Insel (Abb. 1).

Gewinnsschätzungen im Abwärtstrend

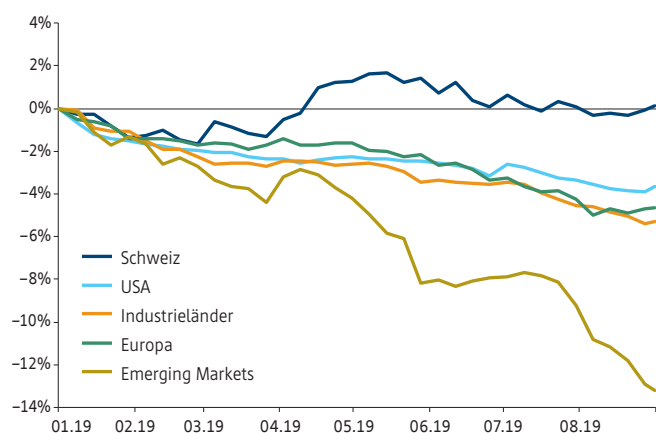
Auch wenn die Berichtssaison im zweiten Quartal angesichts der politischen Turbulenzen und der an Schwung verlierenden Konjunktur noch relativ ansprechend verlaufen ist – die Unternehmen im S&P 500 Index verzeichneten ein weiteres Gewinnwachstum – ist mit Blick auf die nächsten Quartale wohl eine weitere Abnahme der Dynamik zu erwarten. Dies zeigt sich unter anderem an den sich seit Anfang Jahr in einem Abwärtstrend befindenden Gewinnsschätzungen der Aktienmarktanalysten (Abb. 2). Am deutlichsten geschah dies bei Schwellenländeraktien (-13%). Hingegen weist der Schweizer Aktienmarkt auch hier eine hohe Stabilität auf (+/-0%).

Abb. 1: Aktienmärkte laufendes Jahr und August
Net Total Return Indices in CHF



Quelle: BKB (Bloomberg/MSCI)

Abb. 2: Verlauf der Gewinnsschätzungsrevisionen für das kommende Geschäftsjahr



Quelle: BKB (Bloomberg)