



# Reporting Bericht

## 4. Quartal 2018

Nachlassende globale Konjunkturdynamik

Zunehmende Volatilitäten an den Börsen

Spezialthema «Der Kanton Aargau im Fokus»

# Spezialthema

## Der Kanton Aargau im Fokus

Die Aargauische Kantonalbank (AKB) ist eine der führenden kantonalen Anbieterinnen von Immobilienfinanzierungen und verfügt über entsprechende Kernkompetenzen. In Zusammenarbeit mit IAZI publiziert sie neu halbjährlich den Aargauer Immobilienbarometer, der die wichtigsten Entwicklungen und Trends im Immobilienmarkt aufzeigt – vom Kanton über die Regionen bis hin zu den Gemeinden. Auch der Aargauer Konjunkturbarometer fokussiert sich auf unsere Region und schätzt monatlich die Wachstumsdynamik für den Kanton Aargau ab.

### Zwei neue Publikationen über den Kanton Aargau

Die AKB möchte ihrer kantonalen, regionalen und lokalen Ausrichtung noch mehr Rechnung tragen als bisher. Zu diesem Zweck gibt es seit kurzer Zeit zwei neue Publikationen, welche die Struktur und die Besonderheiten des Kantons Aargau im Vergleich zur übrigen Schweiz in den Fokus rückt.



### Aargauer Immobilienbarometer

In Zusammenarbeit mit IAZI, einem der führenden Beratungsunternehmen im Immobiliensektor Schweiz, veröffentlicht die AKB jeweils im Frühling und im Herbst neu den Aargauer Immobilienbarometer. Dieser fokussiert sich zum einen spezifisch auf die klassischen Marktsegmente Eigenheime, Mietwohnungen und Renditeliegenschaften und beleuchtet deren Entwicklung speziell für den Kanton Aargau. Zum anderen konzentriert sich der Immobilienbarometer auch auf die regionalen Entwicklungen in den Marktgebieten der AKB. Konkret gibt es Aussagen zu der vergangenen Entwicklung und den Trends für die Regionen Aarau/Seetal, Baden/Wettin-

gen, Brugg/Zurzibiet, Wohlen/Freiamt, Rheinfelden/Fricktal, Zofingen/Wiggertal sowie Olten/Gösgen/Gäu. Die Publikation stellt diese Sachverhalte in kurzer, prägnanter und übersichtlicher Art und Weise dar.

### Aargauer Konjunkturbarometer

Der von der Aargauischen Kantonalbank und Aargau Services Standortförderung geschaffene Aargauer Konjunkturbarometer zeigt die aktuelle Dynamik der Aargauer Wirtschaft auf. Erarbeitet wurde dieser mit der Unterstützung eines innovativen Start-up-Unternehmens. Der Barometer berücksichtigt dabei die zentralen Säulen einer Volkswirtschaft. Zu den Komponenten gehören unter anderem die Stimmung der Konsumenten und der Investoren, das Geschäftsklima sowie im Speziellen die Indizes der Industrie und der Finanzwirtschaft. Der Barometer wertet nur Daten aus, die zeitnah verfügbar sind. Im Indikator-Design spielen frühzyklische Komponenten eine besonders wichtige Rolle. Auf diese Weise wird die Entwicklung der allgemeinen Wirtschaftsleistung – gemessen am Bruttoinlandsprodukt – mehrere Monate im Voraus antizipiert. Dabei werden auch innovative Techniken wie Internet-Analysen und neuartige Datenquellen ins System eingebunden.

### Bezugsquelle

Beide Publikationen werden ausschliesslich elektronisch im weit verbreiteten PDF-Format vertrieben. Sie können diese bequem auf der Website der AKB unter [www.akb.ch/marktberichte](http://www.akb.ch/marktberichte) mit einem Mausklick beziehen.

Wünschen Sie zudem, den Aargauer Immobilienbarometer und/oder den Aargauer Konjunkturbarometer regelmässig zu erhalten, können Sie diesen im Downloadbereich auf der AKB-Website unter [www.akb.ch/newsletter](http://www.akb.ch/newsletter) abonnieren. Sie erhalten in der Folge jeweils die aktuellste Version unmittelbar nach der Veröffentlichung bequem in Ihr Mail-Postfach geliefert.

Die AKB würde sich freuen, wenn ihre regional und lokal ausgerichteten neuen Publikationen einen Mehrwert für ihre Leserinnen und Leser bringen können, und ist gespannt auf Ihr Feedback. Viel Vergnügen bei der Lektüre.

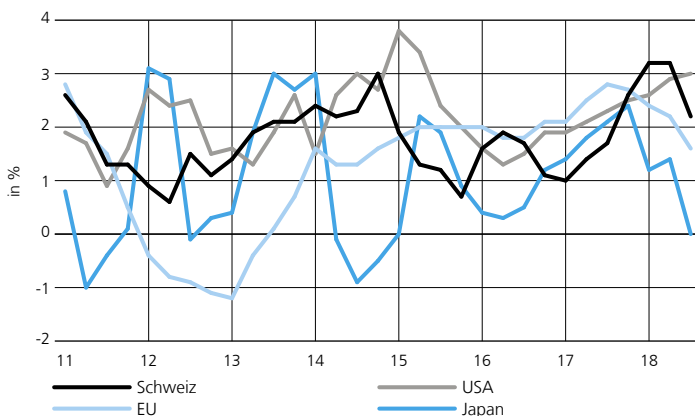
# Makroökonomie Europa und Schweiz

## Europa

### Dämpfender Wachstumseffekt durch die Industrie

Die Wirtschaft in der Euro-Zone ist im 3. Quartal 2018 im Vergleich zum Vorquartal nur um 0,2% gewachsen. Auf Länderebene war die Entwicklung zudem sehr heterogen. In Spanien blieb das Wachstum mit 0,6% unverändert hoch, während es in Frankreich leicht zunahm. Die italienische Wirtschaft stagnierte, während in Deutschland die Wirtschaft sogar um 0,2% schrumpfte. Nach diesem Wachstumsdämpfer haben sich die Frühindikatoren gegen Jahresende noch weiter abgeschwächt. So sind die Einkaufsmanagerindizes im Dezember deutlich schlechter ausgefallen als erwartet. Am stärksten hat sich die Stimmung aufgrund der anhaltenden Strassenproteste in Frankreich eingetrübt. Anhaltend schwache Konjunkturdaten aus Italien signalisieren zudem, dass die drittgrösste Volkswirtschaft der Euro-Zone bereits im 4. Quartal 2018 in eine technische Rezession abgerutscht sein könnte. Die Wirtschaft in der Euro-Zone dürfte insgesamt im 4. Quartal nur noch rund 0,3% zugelegt haben.

### Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Industriestaaten)



### Verhaltener Ausblick

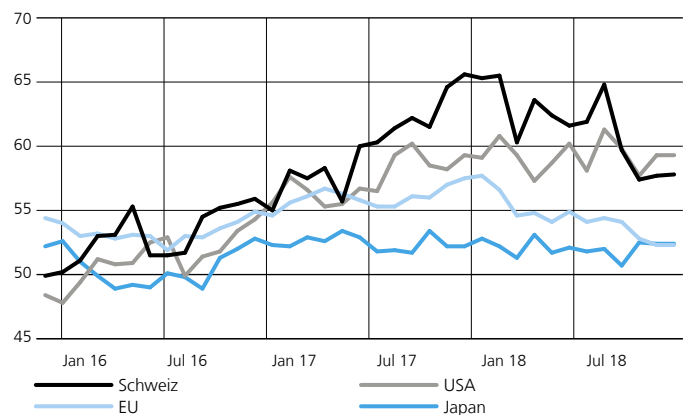
Die wirtschaftlichen Aussichten für die Euro-Zone im Jahr 2019 fallen daher nicht ganz überraschend eher durchgezogen aus. Einerseits sind die Konjunkturdaten wiederholt enttäuschend ausgefallen. Zudem bleibt die politische Unsicherheit mit dem schwelenden Handelskonflikt und dem Chaos um den bevorstehenden Brexit hoch. Andererseits befindet sich die Binnenkonjunktur weiter in guter Verfassung. Der Privatkonsum wird von der steigenden Beschäftigung und dem stärksten Lohnwachstum seit neun Jahren unterstützt. Die Kreditvergabe entwickelt sich weiter dynamisch, die Geldpolitik bleibt auf absehbare Zeit expansiv und im Budgetstreit mit der Europäischen Kommission erzielte die italienische Regierung im Dezember eine wichtige Einigung. Wir erwarten deshalb für 2019 ein leicht vermindertes Wachstum von 1,6%, was in etwa dem langfristigen Durchschnitt der Euro-Zone entspricht.

## Schweiz

### Starker Arbeitsmarkt trotz schwächerer Konjunktur

Die Schweizer Wirtschaft wuchs im ersten Halbjahr 2018 kräftig. In der zweiten Jahreshälfte konnte sie sich indes der abnehmenden Dynamik in Europa nicht entziehen. Für das Gesamtjahr wird trotzdem ein Wachstum deutlich über Potenzial resultieren. Im neuen Jahr dürfte das Konjunkturwachstum hingegen wie in der Euro-Zone ebenfalls schwächer ausfallen. Die gute Nachricht ist, dass sich diese Abschwächung kaum auf dem Arbeitsmarkt bemerkbar machen wird. Das Verhältnis der Arbeitslosen zu den offenen Stellen war letztmals in den frühen Neunzigerjahren so tief wie heute. Der Arbeitsmarkt ist ausgetrocknet. Dennoch gibt es wenig Anzeichen für eine in Schwung kommende Lohn-Preis-Spirale. Es scheint, dass der Frankenschock von 2015 aus volkswirtschaftlicher Warte überwunden ist, nicht aber aus psychologischer. Denn es zeigt sich immer deutlicher, dass die Reallöhne auf gesamtwirtschaftlicher Ebene sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr

### Entwicklung Einkaufsmanagerindex (PMI)



kaum spürbar steigen werden. Trotz schwächerem BIP-Wachstum – wir erwarten für 2019 noch eine BIP-Zunahme von 1,6% – wird die Beschäftigung folglich noch weiter steigen und die Arbeitslosenrate insgesamt nochmals leicht zurückgehen.

### Inflation verharrt auf tiefem Niveau

Trotz gutem Arbeitsmarktumfeld und weiterhin rekordtiefen Zinsen vermag die Inflation in der Schweiz keine Dynamik zu entfalten. Dazu kommt, dass der Rückgang des Erdölpreises, der typischerweise bei einer globalen Konjunkturabkühlung zu erwarten ist, diesmal überraschend kräftig war. Dieser Rückgang wird sich Anfang 2019 im Konsumentenpreisindex niederschlagen. Wenig überraschend hat auch die Schweizerische Nationalbank SNB ihre Inflationsprognose für den Beginn des kommenden Jahres nochmals reduziert. Bis Ende 2019 wird die Teuerung nach wie vor unter 1% liegen.

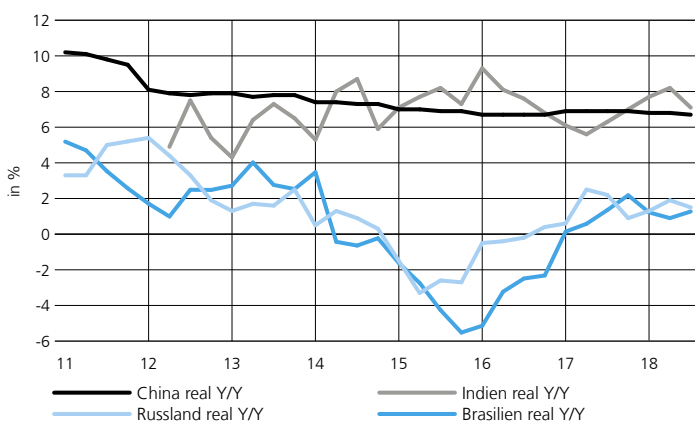
# Makroökonomie Nordamerika und Asien

## Nordamerika

### Konjunkturelle Abkühlung

Die vorauslaufenden Indikatoren haben sich leicht abgeschwächt und signalisieren eine Wachstumsverlangsamung der US-Wirtschaft, die nach zwei starken Quartalen und mit Blick auf eine drohende Überhitzungsgefahr – insbesondere auf dem Arbeitsmarkt – durchaus erwünscht ist. Schwächer bedeutet aber keinesfalls schwach. Die Wirtschaft entwickelt sich ausserhalb des zinsensiblen Wohnungssektors weiterhin recht solide. Die Verschärfung der finanziellen Rahmenbedingungen in den letzten drei Monaten wird jedoch dazu beitragen, das Wachstum 2019 in Richtung von 2% abzubremesen. In unserer Prognose wächst die US-Wirtschaft über weite Strecken des Jahres nach wie vor über Potenzial, die Arbeitslosenquote sinkt noch weiter unter das langfristig nachhaltige Niveau und die Lohn- und die Preisinflation ziehen allmählich an.

### Entwicklung Bruttoinlandsprodukt (Schwellenländer)



### Keine Rezession

Die Rezessionsrisiken über die nächsten sechs bis zwölf Monate erachten wir als gering. Insbesondere fehlen die beiden wichtigsten Voraussetzungen für eine schwere Rezession – schwerwiegende finanzielle Ungleichgewichte und eine gefährliche konjunkturelle Überhitzung. Wichtigste Stütze der Konjunktur bleibt der Konsum. Die tieferen Aktienkurse werden zwar über einen negativen Vermögenseffekt auf die Konsumausgaben drücken. Allerdings haben sich andere Treiber des Konsums wie die Löhne, der Ölpreis oder die Sparquote zuletzt zugunsten der Konsumenten entwickelt. Das Wachstum unterstützen werden auch die Anlageinvestitionen sowie die nachwirkenden Steuersenkungen. Für Gegenwind sorgt der Aussenhandel aufgrund der globalen Wachstumsabkühlung und des Handelskonflikts mit China. Wir rechnen für das Schlussquartal 2018 mit einem Jahreswachstum von 2,5% und einer weiteren Verlangsamung in Richtung 2% im laufenden Jahr.

## Asien

### Japan: Starker Wachstumsrückgang

Der Verlauf der Quartalswachstumsraten 2018 glich einer Achterbahnfahrt: Das 1. und 3. das Quartal verzeichneten negative, das 2. und höchstwahrscheinlich auch das 4. Quartal positive Wachstumsraten im Vergleich zum Vorquartal. Für 2019 erwarten wir ein BIP-Wachstum von rund 1%, ähnlich wie 2018. Die Quartalswachstumsraten werden aber vor allem im 2. Halbjahr stark schwanken. Da am 1. Oktober 2019 eine Erhöhung der Mehrwertsteuer von 8% auf 10% geplant ist, wird das Wachstum des privaten Konsums im 3. Quartal von vorgezogenen Käufen profitieren. Im Schlussquartal ist dann von einer Schrumpfung des privaten Konsums und des BIP auszugehen. Damit der Rückgang nicht so stark wie bei der letzten Mehrwertsteuererhöhung im Jahr 2014 ausfällt, hat die Regierung bereits einige fiskalische Erleichterungen angekündigt.

### China: Handelsstreitigkeiten beeinflussen Wachstum

2018 war ein anspruchsvolles Jahr für die chinesische Wirtschaft. Intern führte das Deleveraging – schwergewichtig die Bekämpfung des Schattenbankings – zu einer Kreditverknappung bei privaten KMUs. Auf externer Seite wurde der sich ausweitende Handelsstreit mit den USA zu einem zunehmenden Belastungsfaktor. Diese zwei Faktoren werden auch 2019 das Wirtschaftswachstum Chinas beeinträchtigen, wobei der Einfluss des Deleveraging abnehmen und derjenige des Handelskonflikts zunehmen wird. Angesichts vorgezogener Lieferungen in die USA («Frontloading») hat sich das Exportwachstum Chinas in den letzten Monaten noch beschleunigt. Im 1. Quartal 2019 ist jedoch mit einem massiven Rückgang des Exportwachstums zu rechnen. Auf diese Herausforderungen hat die chinesische Regierung bereits mit einer Reihe von geld- und fiskalpolitischen sowie administrativen Stimulierungsmassnahmen reagiert.

### Indien: Höhere Dynamik ab Mitte 2019

Das BIP-Wachstum wird im 1. Halbjahr 2019 – wie bereits im 2. Halbjahr 2018 – unter dem Wegfall des positiven Basiseffekts, den politischen Unsicherheiten im Vorfeld der Parlamentswahlen im April/Mai und unter der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen leiden. Die BIP-Wachstumsraten könnten während dieses Zeitraums durchaus bis etwas unter 7% zurückgehen. Ab Mitte 2019 erwarten wir aber wieder eine leichte Zunahme der Wachstumsdynamik, nicht zuletzt aufgrund einer regeren Investitionstätigkeit. Dadurch dürfte für das Fiskaljahr 2019/20 (per 31.3.2020) eine BIP-Expansion von 7,3% resultieren, was etwa der für 2018/19 geschätzten Rate von 7,2% entspricht.

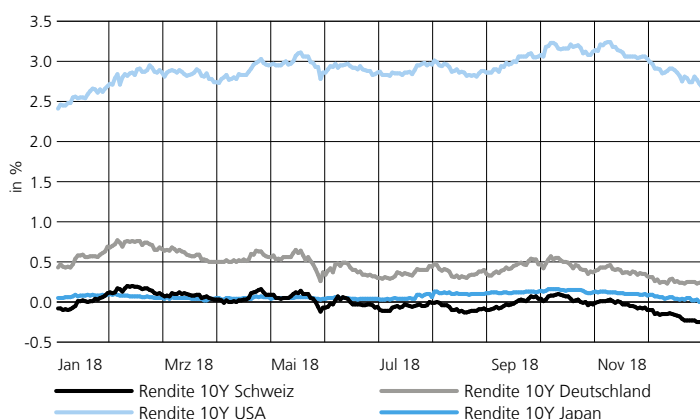
# Geldmarkt und Obligationen

## Geld- und Kapitalmärkte im Überblick

### Obligationen als sicherer Hafen

Festverzinsliche Anlagen wurden im vergangenen Quartal stark nachgefragt. Die Preise sind demzufolge deutlich angestiegen. Die Hauptgründe liegen in der vorherrschenden Unsicherheit bezogen auf das globale politische und wirtschaftliche Umfeld. Der Handelsstreit zwischen China und den USA, die politischen Querelen in Europa sowie zunehmend rückläufige Konjunkturindikatoren haben die Risikoaversion der Anleger steigen lassen. Risikoreiche Anlagen wie Aktien wurden vermehrt verkauft und im Gegenzug in sichere Obligationen investiert. Spiegelbildlich haben die höheren Anleihspreise für sinkende Renditen gesorgt. Angesichts der zunehmend restriktiven Haltung der Notenbanken sowie der höheren Inflationsraten stellen die rückläufigen Zinsen eine eher unerwartete Entwicklung dar. Die zunehmende Vorsicht der Anleger äussert sich ausserdem in den gestiegenen Kreditrisikoprämien. Waren es im Herbst einzelne Staaten mit spezifischen Problemen wie Italien, die Türkei oder Argentinien, spüren nun auch Schuldner mit hohen Verbindlichkeiten und einer schwachen Bilanz zunehmend die Skepsis der Anleger. Unter anderem sind die dämpfenden Konjunkturaussichten für diese Entwicklung verantwortlich. Wenn die Gewinne tiefer ausfallen und sich gleichzeitig die Finanzierungsbedingungen verschlechtern, erhöht sich der Schuldendienst der Unternehmen. Deshalb verlangen die Marktteilnehmer eine höhere Risikoentschädigung für die Bereitschaft, in Schuldner mit tieferer Bonitätseinstufung zu investieren.

### Entwicklung Kapitalmarktsätze 1 Jahr

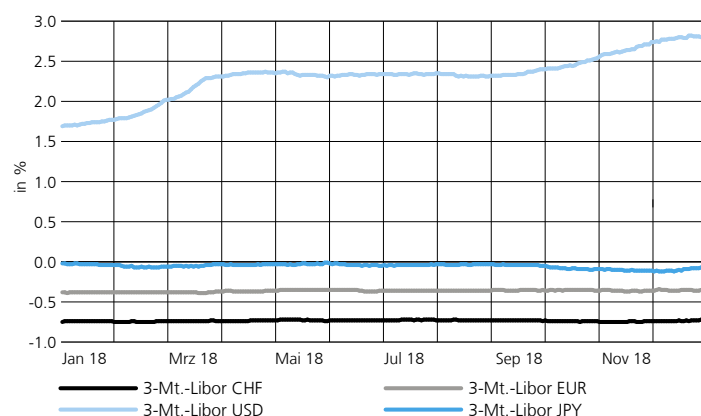


### Geldpolitische Normalisierung lässt auf sich warten

Es zeichnet sich immer mehr ab, dass die amerikanische Notenbank zukünftig den Leitzins nicht mehr auf einem vordefinierten Pfad wie in der Vergangenheit erhöhen wird. Davon zeugt unter anderem der begleitende Kommentar anlässlich der jüngsten Zinserhöhung im Dezember. Vielmehr wird das FED seinen Zinsentscheid wieder stärker auf die jeweilige Wirtschaftslage abstimmen und weniger

im Autopilot graduell erhöhen. Ein weiteres Indiz für diese Einschätzung ist eine frühere Aussage von US-Notenbank-Chef Jerome Powell, dass der aktuelle Leitzins nur noch knapp unter dem vom

### Entwicklung Geldmarktsätze 1 Jahr



FED geschätzten neutralen Zinssatz liegt. Als solcher wird das Niveau bezeichnet, bei welchem die Wirtschaft weder stimuliert noch gebremst wird. Allerdings kann dieser Wert nicht mit wissenschaftlicher Exaktheit benannt werden, weshalb es sich lediglich um eine Mutmassung handelt. Erschwerend kommt dazu, dass die Wirkung geldpolitischer Massnahmen in der Realwirtschaft jeweils zeitlich verzögert ankommt. Momentan wird von einem Niveau von 3% ausgegangen. Zur Erreichung wären damit noch zwei weitere Schritte nötig. Für Marktteilnehmer wird es damit grundsätzlich schwieriger werden, die zukünftige Geldpolitik einschätzen zu können. Angesichts einer sich abzeichnenden Abkühlung der Wirtschaft ist die Haltung der US-Notenbank jedoch nachvollziehbar. Insbesondere zinssensitive Komponenten wie der Häusermarkt sowie Unternehmensinvestitionen neigen bereits zu Schwäche. Allerdings zeichnet sich nicht eine deutliche Wachstumsverlangsamung der Wirtschaft ab. Zudem ist an der Inflationsfront trotz zunehmendem Arbeitskräftemangel kein deutlicher Aufwärtsdruck spürbar. In erster Linie sind es nach wie vor die volatilen Energiepreise, welche die Preisentwicklung von Gütern und Dienstleistungen hauptsächlich bestimmen.

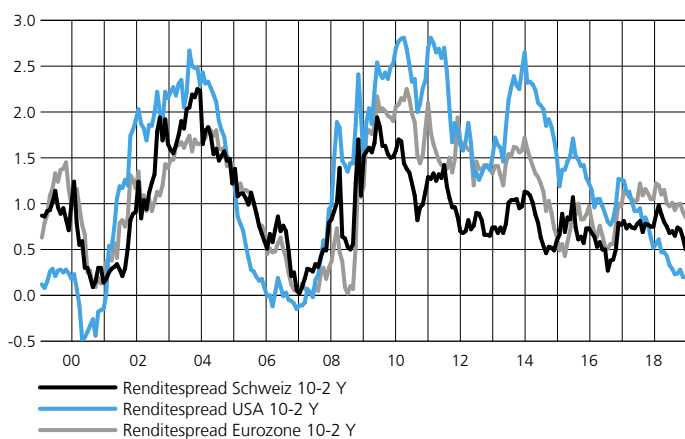
Die Europäische Zentralbank EZB hat erwartungsgemäss an ihrem letzten Meeting in diesem Jahr den Leitzins unverändert belassen. Definitiv eingestellt wird auf Ende des Jahres das Wertpapierkaufprogramm. Allerdings werden auslaufende Papiere weiterhin reinvestiert. Zu einer Verkleinerung der Bilanz, ähnlich wie in den USA, wird es deshalb erst zu einem viel späteren Zeitpunkt kommen. Der erste Zinsschritt wird, wie bereits früher angetönt, nicht vor dem Sommer 2019 erfolgen. Und das auch nur dann, wenn sich die wirtschaftlichen Aussichten bis dahin nicht weiter eintrüben. Angesichts der aktuellen Abkühlungstendenzen sowie der vorherr-



# Geldmarkt und Obligationen

schenden politischen Unsicherheiten ist dies keine Selbstverständlichkeit. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass in der Euro-Zone zukünftig japanische Verhältnisse vorherrschen könnten. Japan lebt seit Jahrzehnten mit einem rekordtiefen Zinsniveau auf Basis eines stetig deflationären Umfelds. Der Notenbank ist es aufgrund der fehlenden Teuerungsentwicklung nicht mehr möglich gewesen, die Zinsen nachhaltig anzuheben. Die Schweizerische Nationalbank sitzt zusammen mit der EZB weiterhin im gleichen Boot. Sie wird die Zinsen mit grosser Wahrscheinlichkeit nicht vor den europäischen Währungshütern erhöhen. Dafür sprechen auch die nach unten angepassten Inflationsprognosen sowie die schwächeren Wachstumsaussichten für das nächste Jahr.

## Entwicklung Renditedifferenz 10 minus 2 Jahre



An den Anleihensmärkten hat eine bestimmte Konstellation für Nervosität unter den Anlegern gesorgt. Zum ersten Mal seit 2007 sind die Renditen für fünfjährige US-Staatsanleihen unter das Niveau von zweijährigen Papieren gefallen. In diesem Fall spricht man von einer inversen Zinskurve. Normalerweise will der Anleger eine Entschädigung, wenn er auf sofortigen Konsum verzichtet und stattdessen die Gelder längerfristig bindet. Deshalb weist eine Zinskurve grundsätzlich eine gewisse Steilheit auf. In der Vergangenheit war das Phänomen einer fallenden Zinskurve stets ein zuverlässiger Indikator für eine kommende Rezession. Allerdings beschränkt sich die Inversion momentan nur auf den Teil der Zinskurve zwischen ein und fünf Jahren. Nachfolgende Laufzeiten weisen wieder eine steigende Entwicklung der Renditen auf. Zudem gilt es zu beachten, dass nicht jede Inversion der Zinskurve automatisch zu einer Rezession führen muss. Zudem wirken nach wie vor geldpolitische Einflüsse nach, welche die Zinskurve bis heute prägen. Aus den genannten Gründen würden wir das aktuelle Rezessionssignal von der amerikanischen Zinsfront nicht überinterpretieren. Bleibt zu hoffen, dass dies auch genügend Anleger so sehen. Andernfalls droht die Gefahr, dass die Signalwirkung der aktuellen Inversion zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung wird.

## Bescheidener Aufwärtsdruck

Beängstigend ist die Tatsache, dass die Notenbanken kaum mehr über Munition verfügen, um all den politischen und wirtschaftlichen Unsicherheitsfaktoren entgegenzuwirken. Mit Ausnahme der USA befinden sich in den meisten westlichen Ländern die Leitzinsen nach wie vor auf einem rekordtiefen Krisenniveau. Zudem sind die Bilanzen der Notenbanken durch die im Rahmen quantitativer Lockerungsmassnahmen getätigten Wertpapierkäufe stark aufgebläht. Mit Ausnahme der USA hat bisher kaum ein Abbau der erworbenen Papiere stattgefunden. Dieser Umstand ist mit ein Grund, dass die Zinshüter weltweit versuchen, die Geldpolitik zu normalisieren. Es stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, ob das Umfeld eine solche Haltung zulässt, insbesondere ohne negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft und die Finanzmärkte. Die Inflationsdaten befinden sich nach wie vor auf einem tiefen Niveau und bedürfen keines geldpolitischen Gegendrucks. Und die globale Wirtschaft ist im Begriff, sich bereits wieder abzukühlen. Einzig der robuste Arbeitsmarkt und damit der Privatkonsum signalisieren Stärke und müssten sich eigentlich in höheren Preisen und Löhnen niederschlagen.

Wir gehen davon aus, dass trotz allem Gegenwind die Globalkonjunktur weiterhin auf Wachstumskurs bleibt. Die Dynamik hat zwar abgenommen, aber die Gefahr einer Rezession schätzen wir nach wie vor als gering ein. Dies stellt eine gute Basis für eine Beruhigung an den Finanzmärkten dar. Insbesondere eine Entspannung an einem der politischen Brandherde könnte die Risikofreude der Anleger zurückbringen. Sichere Anleihen wären dann weniger gefragt und würden sich im Preis tendenziell verbilligen. Allerdings rechnen wir aufgrund der zuvor genannten Umstände selbst in einem solchen Szenario nur mit einem geringen Anstieg der Zinsen. Entsprechend würde ein allfälliger Kursrückgang bei den Obligationen moderat ausfallen. Unternehmensanleihen würden zudem von einem Rückgang der Kreditrisikoprämien profitieren und einen allfälligen Zinsanstieg sogar überkompensieren.

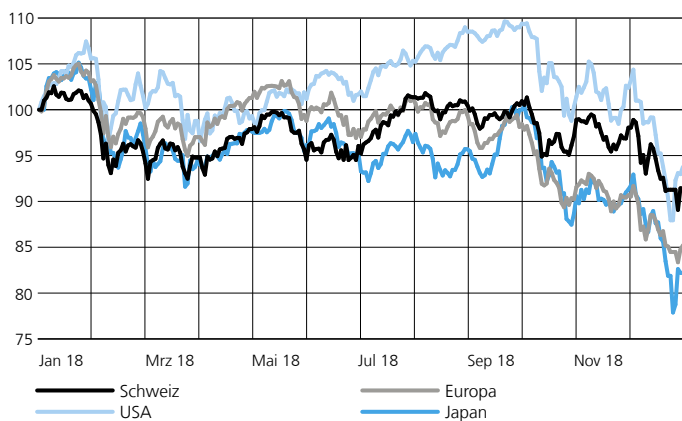
# Aktien

## Schweiz

### Schweizer Wachstum verlangsamt sich

Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Schweiz schrumpfte im 3. Quartal 2018 um 0,2%, nachdem es in den sechs Quartalen davor stark gestiegen war. Allerdings ist die jüngste Korrektur weitgehend auf vorübergehende Faktoren zurückzuführen: Für die Jahreszeit ungewöhnlich warmes Wetter sorgte beispielsweise für tiefere Umsätze im Detailhandel. Darüber hinaus war die Schweiz auch von der Schwäche in der deutschen Autoindustrie betroffen, die wohl ebenfalls mehrheitlich vorübergehender Natur ist. Der mit Spannung erwartete Ausgang der Zwischenwahlen in den USA verlief dagegen im Endeffekt ohne grosse Überraschungen. Die Aktienmärkte reagierten entsprechend erleichtert auf den Ausgang, was aber nur von kurzer Dauer war. Insbesondere der andauernde Handelskonflikt zwischen den USA und China war und ist trotz aktuellem «Waffenstillstand» ein Klotz am Bein der Börsen. Auch die Budget-Konfrontation zwischen Italien und der EU sowie Unabwägbarkeiten im Brexit-Prozess sorgten für zusätzliche Unsicherheit.

### Entwicklung Aktienmärkte 1 Jahr (indexiert)



Angesichts solcher Risiken wurden die Anleger in den letzten Wochen zusehends vorsichtiger und schichteten von konjunktursensitiven (zyklischen) in defensive Werte um. Eine Flucht in sichere Anlagen bedeutet für den Schweizer Aktienmarkt auch immer, dass vor allem Schwergewichte wie Nestlé, Novartis und Roche profitieren resp. weniger verlieren. Der Blue-Chip-Index SMI verhielt sich deshalb robuster als die Nebenwerte. Die Performancedifferenz betrug im 4. Quartal mehr als 10%. Zusammengefasst heisst das, dass das ansehnliche GpA-Wachstum (Gewinn pro Aktie) im Jahr 2018 durch die Kontraktion der Bewertungsmultiplikatoren zunichtegemacht wurde. Die defensiven Qualitäten des Schweizer Aktienmarkts, welche insbesondere den genannten Blue Chips geschuldet ist, könnten sich bei Börsenturbulenzen im bevorstehenden Jahr als hilfreich erweisen.

## Europa

### Zyklischer unter Druck – Nervosität beherrscht das Börsengeschehen

Der jüngste Ausverkauf an den Aktienmärkten hat dazu geführt, dass dank deutlich tieferen Kursen die Bewertungskennzahlen wieder etwas attraktiver erscheinen. Wie immer unter dem Vorbehalt, dass die impliziten Gewinnschätzungen nicht zu hoch angesetzt sind. Die Wirtschaftsindikatoren in Europa deuten auf ein Abflachen der Dynamik hin. Der Konsens geht entsprechend von einer Abschwächung des Gewinnwachstums im kommenden Jahr aus. Die entscheidende Frage ist, wie stark diese ausfallen wird. Von einem Einbruch kann jedoch nicht gesprochen werden. Die OECD prognostiziert für 2019 immer noch ein robustes globales Wachstum von rund 3%, was eine moderate Steigerung der Gewinne impliziert. Darüber hinaus hat der US-Notenbank-Chef Powell eine gemächlichere Gangart bei künftigen Zinsschritten angekündigt. Spürbaren Aufwind würde ein Ende des US-Handelsstreits bringen. Momentan besteht ein 90-tägiges Stillhalteabkommen zwischen den USA und China. Es bleibt zudem abzuwarten, wie sich das Ende der Liquiditätsversorgung durch die Europäische Zentralbank auf den Aktienmarkt auswirkt.

Für viele Marktbeobachter ist die Sache einfach: Europäische Aktien haben «Nachholpotenzial» – vor allem gegenüber US-Papieren. Meist wird mit der – oberflächlich betrachtet – oben angesprochenen günstigeren Bewertung argumentiert. Dass die stark zyklische Schlagseite der meisten europäischen Aktienindizes auch höhere Risikoprämien und somit eine in der Gesamtoptik niedrigere Bewertung rechtfertigt als der sehr viel ausgewogenere US-Markt, liest man hingegen nur selten. In den USA finden sich zudem zahlreiche Wachstumstorsys, die es in Europa in diesem Umfang nicht gibt. Nur gerade ein Drittel des Gewinnanstiegs amerikanischer Titel war auf Trumps Steuerreform zurückzuführen – der Rest auf höhere Umsätze und Margen. Solange diese Diskrepanz besteht, wird sich auch diese «Bewertungslücke» zwischen europäischen und US-Aktien nicht schliessen.

## Amerika

### Wall Street schwingt um in Talfahrt

Der US-Aktienmarkt-Index S&P 500 ist im vierten Quartal 2018 um –13,5% gesunken. Zu den Gewinnern der 30 grossen und etablierten Unternehmen des Dow Jones Industrial Average Index (–11,3%) gehören die Aktien von Procter & Gamble (+11,4%, nicht zyklische Konsumgüter), Merck (+8,5%, Gesundheit) und McDonald's (+6,8%, zyklische Konsumgüter). Zu den schwächsten Aktien gehören Apple (–29,9%, Technologie), Goldman Sachs (–25,2%, Finanz) und IBM (–23,9%, Technologie). Die grösste US-Bank

# Aktien

JP Morgan Chase überzeugte mit ihrem Quartalsabschluss. Der Gewinn pro Aktie stieg um 33 % und übertraf die Erwartungen. Insbesondere das Retail Banking entwickelte sich gut und kompensierte den Umsatzrückgang im Handel mit festverzinslichen Anlagen. Bereits im September hatte JP Morgan vor einem schlechteren Ergebnis in diesem Segment gewarnt. Procter & Gamble, der Hersteller vom Waschmittel Ariel und von den Windeln Pampers, konnte ebenfalls die Gewinnschätzung übertreffen. Der Konzern hat seit Jahren Mühe, sich an neue Kundenbedürfnisse anzupassen und sich im harten Wettbewerb mit Unilever zu behaupten. Der Aktionärsaktivist Nelson Peltz, der seit März im Verwaltungsrat von Procter & Gamble sitzt, setzt sich dafür ein, den Konsumgüterkonzern wieder auf die Erfolgsspur zu bringen. Der im vergangenen Jahr aus einer USD-130 Mrd.-Fusion entstandene Chemieriese DowDuPont verstimmt die Anleger mit einer Gewinnwarnung wegen Abschreibungen von USD 4,6 Mrd. Das Marktumfeld würde sich weniger gut als erwartet entwickeln, erklärte das Management und revidierte daher die Umsatz- und Gewinnprognose nach unten. Das soziale Netzwerk-Unternehmen Facebook hat den ehemaligen stellvertretenden Premierminister von Grossbritannien Nick Clegg angeheuert. Er soll ab 2019 die Öffentlichkeitsarbeit übernehmen. Damit versucht Facebook, das angeschlagene Image aufzupolieren. Der Onlinehändler Amazon enttäuschte mit einem sich unter den Markterwartungen entwickelnden Umsatzwachstum. Amazon warnte zudem vor einer weiteren Wachstumsverlangsamung im Schlussquartal. Auch Apple enttäuschte mit dem Ausblick für das vierte Quartal. Gemäss dem Datendienst FactSet sind die Gewinne der fünfhundert grössten US-Konzerne im dritten Quartal um annähernd 23 % gestiegen, was primär den Steuerreduktionen zu verdanken ist. Zu den Lichtblicken gehört der Leistungsausweis von Starbucks. Die weltgrösste Kaffeehauskette hat den Umsatz im letzten Quartal dank höheren Preisen um 11 % gesteigert. Das ist der grösste Zuwachs in mehr als einem Jahr. Erfreulich ist zudem, dass sich mehr Kunden dem neuen Bonusprogramm anschliessen. Es zählt inzwischen 15,3 Mio. Mitglieder, im Vergleich zur Vorjahresperiode eine Zunahme von 15%. Das sind wichtige Schritte auf dem Weg zum Turnaround. Die Aktienmärkte setzten den Abwärtstrend auch nach Thanksgiving fort. Die Verlangsamung des Gewinnwachstums und das hohe Bewertungsniveau der US-Aktien bedeuten ein erhöhtes Risiko tieferer Aktienpreise. Hinzu kommt die Unberechenbarkeit der US-Regierung, die zu stärkeren Schwankungen an der US-Börse beiträgt. Deshalb erwarten wir, trotz der soliden US-Wirtschaftsentwicklung, insgesamt eine seitwärts gerichtete Tendenz der US-Aktienmärkte im ersten Quartal 2019.

## Japan und Emerging Markets

### Weiterhin vorwiegend im Abwärtstrend

Der MSCI-Index auf japanische Aktien ist in Lokalwährung im vierten Quartal 2018 um -17,2 % gesunken. Am besten haben sich die Sektoren Versorger (-2,8 %), Immobilien (-3,7 %) und nicht zyklische Konsumgüter (-10,4 %) gehalten. Die schwächsten Sektoren waren Energie (-33,6 %), Kommunikationsdienstleistungen (-24,4 %) und Grundstoffe (-21,0 %). Die Aktienmärkte der Schwellenländer haben in derselben Periode insgesamt auch an Wert verloren. Der MSCI-Index auf Emerging-Markets schloss in USD um -7,8 % schwächer als im Vorquartal und um +5,5 Prozentpunkte besser im Vergleich zum Weltmarkt in USD (-13,3 %). Die Finanzmärkte in Osteuropa und im Mittleren Osten sind um -3,3 % und diejenigen der asiatischen Schwellenländer um -9,8 % gesunken. Die lateinamerikanischen Märkte sind fast unverändert geblieben (+0,2 %). Auf Länderebene schnitten die Börsen in Brasilien (+5,7 %), Indien (+0,3 %) und Saudi-Arabien (-2,2 %) am besten ab. Die schwächsten Aktienmärkte waren Mexiko (-15,2 %), Israel (-11,7 %) und China (-11,5 %). Der Ausverkauf an der Wall Street zog Asiens Börsen auch in Mitleidenschaft. Die bisher veröffentlichten Quartalsergebnisse japanischer Firmen lagen meistens unter den Erwartungen. Aufgrund der schwächelnden chinesischen Wirtschaft haben zahlreiche japanische Unternehmen ihre Gewinnprognosen gesenkt. Japans Maschinenbauaufträge verzeichneten im September mit einem Minus von 18,3 % gegenüber dem Vormonat den stärksten Einbruch, seit Daten erhoben werden. Die indische Börse hat den grössten Anteil an ausländischen Anlegern und ist daher besonders anfällig, wenn diese Geld abziehen. Der Aktienmarkt in Taiwan musste im Oktober mit einem Minus von 11 % die schlechteste Monatsperformance seit 2008 hinnehmen. Die Unternehmensgewinne dürften dieses Jahr um rund 9 % fallen. Chinas Regierung hat die Pharmaindustrie aufgefordert, bei diversen Medikamenten die Preise massiv zu senken. Pharmawerte gerieten danach unter starken Abgabedruck, z. B. Sino Biopharmaceutical und CSPC Pharmaceutical. Der Handelskonflikt zwischen den USA und China hinterlässt Spuren in der chinesischen Wirtschaft. Die neuesten Daten aus der Industrie und dem Einzelhandel zeigen eine Verlangsamung. Samsung Electronics schliesst eine Produktionsstätte für Mobiltelefone in China aufgrund der schwächeren Nachfrage. Wir erwarten im kommenden Quartal insgesamt eine eher seitwärts gerichtete Entwicklung der Aktien in Japan und in den Schwellenländern.



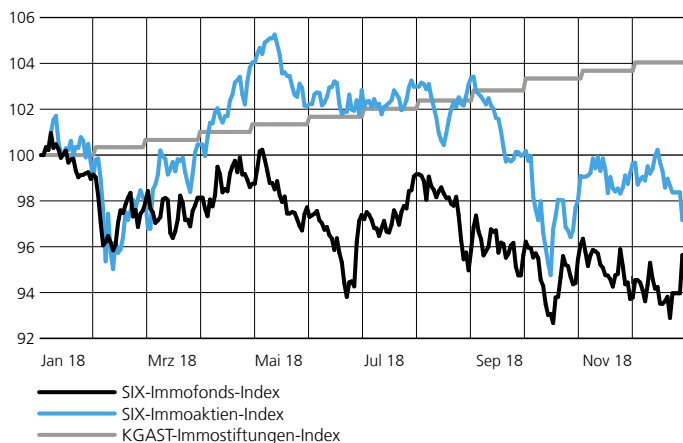
# Nicht traditionelle Anlagen

## Immobilien Schweiz

### Weiterhin rege Emissionstätigkeit

Im vierten Quartal 2018 sind die Preise der Schweizer Immobilienfonds durchschnittlich um  $-1,0\%$  gegenüber dem Vorquartal gesunken. Damit hat der SIX Real Estate Funds Broad Index um  $+8,1\%$  besser als der gesamte Schweizer Aktienmarkt (SIX  $-9,1\%$ ) abgeschnitten. Die durchschnittliche Prämie (Agio) der Immobilienfonds beträgt per Ende Dezember  $+15,7\%$ . Sie liegt damit leicht

### Entwicklung Immobilien Schweiz 1 Jahr (indexiert)



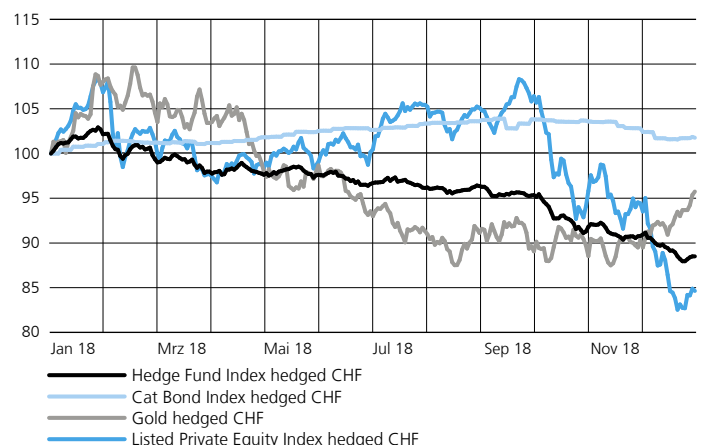
über dem historischen Durchschnitt von rund  $15\%$ . Am besten abgeschnitten haben im Quartal Streetbox ( $+4,3\%$ ), Procimmo ( $+2,9\%$ ) und CS Hospitality ( $+1,5\%$ ). Zu den schwächsten Immobilienfonds gehören Dominicé ( $-7,0\%$ ), Realstone Development ( $-4,5\%$ ) und Swisssanto Commercial ( $-4,5\%$ ). Im gesamten Jahr 2018 zeigen die Schweizer Immobilienfonds ( $-5,3\%$ ) einen um  $3,3\%$  besseren Gesamtertrag als der Schweizer Aktienmarkt ( $-8,6\%$ ). Die Kapitalerhöhungen und Neuemissionen im Immobiliensektor gelten weiterhin als ein Hauptgrund für die absolute Schwäche der Schweizer Immobilienfonds. Die verschiedenen Segmente der Mietimmobilien entwickeln sich nach wie vor unterschiedlich. Die urbanen Gegenden des Marktes der Mietwohnungen bleiben dynamisch. In den peripheren Lagen steigt das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage weiter. Im Gegensatz dazu zeigt der Schweizer Markt der Mietbüroflächen vermehrt Zeichen einer Konsolidierung. Im Detailhandelssegment setzt sich die strukturelle Veränderung fort und fordert den Markt der Mietverkaufsflächen heraus. Im vorherrschenden Marktumfeld sehen wir im kommenden Quartal eine eher seitwärts gerichtete Entwicklung der Immobilienfonds voraus. Wir stufen die Immobilienfonds weiterhin als solide Anlage mit attraktiver Ausschüttungsrendite ein.

## Übrige Anlagen

### Die passende Mischung, um gute Ergebnisse zu erzielen

Zu den übrigen Anlagen zählen wir Investitionen, welche nicht den klassischen Kategorien (Liquidität, Obligationen, Aktien und Immobilien) zugeteilt werden können. Damit streben wir eine strikte Trennung von traditionellen Anlagen und Produkten mit teilweise vielschichtigen und komplexen Strukturen sowie einer möglichen eingeschränkten Liquidität an. Solche Gebilde beinhalten in der Regel viel Anlagefreiraum, um Investitionsmöglichkeiten optimal auszunutzen zu können. Die Risikoquellen sind zudem nicht immer sofort klar ersichtlich.

### Entwicklung übrige Anlagen CHF 1 Jahr (indexiert)



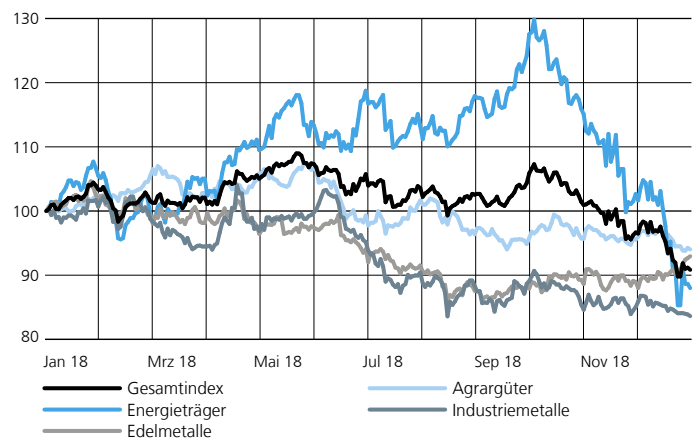
Das vierte Quartal 2018 war für die versicherungsbasierten Anlagen (**Cat Bonds**) sowie für die **Versicherungsverträge** eine Belastungsprobe. Anfang Oktober traf das Sturmtief Michael als Hurrikan der Kategorie 4 auf einer Skala von 1 (schwach) bis 5 (verwüstend) in Mexico Beach, Florida (USA), mit Windgeschwindigkeiten von bis zu  $240\text{ km/h}$  auf Land. Hurrikan Michael brach sämtliche Rekorde. Es war der zweite schwere Hurrikan (Kat. 3 oder höher) der nordatlantischen Hurrikan-Saison 2018 und der viertstärkste in der US-Geschichte überhaupt sowie der schlimmste Sturm, den der Florida-Panhandle je gesehen hat, und der stärkste Sturm seit Hurrikan Andrew aus dem Jahr 1992, der auf US-Festland auftraf. Als Panhandle Floridas wird der Nordwesten ausserhalb der Halbinsel bezeichnet. Der Hurrikan hinterliess eine Schneise der Zerstörung. Hunderttausende Haushalte waren vorübergehend ohne Strom. Als Glück im Unglück für die Versicherungsindustrie kann man den Umstand bezeichnen, dass Hurrikan Michael keine Metropolregion wie beispielsweise Miami traf, sondern nur eine Region, die weniger dicht besiedelt ist. Auch die pazifische Region wurde im Oktober von zerstörerischen Taifunen heimgesucht. Taifun Yutu traf östlich der Philippinen auf die Nördlichen Marianen, ein Hoheitsgebiet der USA, und richtete schwere Schäden an.

# Nicht traditionelle Anlagen

Ebenso wurden Japan und Indien von mehreren starken Sturmtiefs mit vernichtenden Ausmassen heimgesucht. Im Monat November gesellten sich zudem eine Serie von Waldbränden in Kalifornien dazu, die als die schwersten in der Geschichte der USA bezeichnet werden. Nicht nur einige Cat Bonds, sondern auch Versicherungsverträge sind davon betroffen und werden zur Deckung von versicherten Schäden dienen. Da nicht bei allen exponierten Positionen die effektive Schadenshöhe klar definiert werden kann, d. h. ob sie zur Deckung von Schäden überhaupt, teilweise oder ganz zur Auszahlung kommen, fehlen einigen Marktteilnehmern liquide Mittel, um die Vertragserneuerungen per 1. Januar in Angriff zu nehmen. Zur Bedienung von Rücknahmeanträgen oder um Verlängerungen tätigen zu können, wurden deshalb im Sekundärmarkt auch Positionen, welche eindeutig nicht von den Versicherungsereignissen betroffen sind, zu tieferen Preisen gehandelt. Aufgrund der Schadensereignisse im Jahr 2018 kann wahrscheinlich von einem leichten Prämienanstieg für die Zukunft ausgegangen werden. Dies würde sich positiv auf die Performance des kommenden Jahres auswirken, sofern sich keine übermässigen Schadenszahlungen ergeben. Ein Engagement in ein breit diversifiziertes Anlagevehikel mit tiefer Korrelation zu herkömmlichen Finanzanlagen erachten wir weiterhin als interessant. **CoCo-Bonds (bedingte Pflichtwandelanleihen)** verloren im vierten Quartal ca. -3,7%. Die Jahresperformance eines gegen Schweizer Franken abgesicherten Portfolios beträgt rund -6,4%. Dies ist insbesondere auf den Anstieg der Kreditrisikoprämien für europäische CoCo-Bonds auf ein neues Jahreshöchst von rund 530 Basispunkten nach den Tiefständen von Ende September zurückzuführen. Darin werden der Anstieg der politischen Risiken und die rückläufigen Konjunkturindikatoren reflektiert. Mit einer Rendite auf Verfall in USD von fast 7% scheint das Risiko in unserem breit diversifizierten Fonds attraktiv zu sein. Die **zinsensitiven Produkte und die flexiblen Fonds** innerhalb der «Übrigen Anlagen» konnten sich dem volatilen Marktumfeld nicht entziehen und wurden unterschiedlich stark vom Anstieg der Kreditrisikoprämien in Mitleidenschaft gezogen. Ausserdem sind in diesem Jahr die Absicherungskosten einer in Schweizer Franken (CHF) abgesicherten Tranche stark ins Gewicht gefallen. Eine Absicherung zum USD kostete rund 3 bis 3,5%, eine zum Euro ca. 0,5 bis 1%. Dies bedeutet, dass beispielsweise eine 1%-Rendite eines Fonds in USD um Absicherungskosten von 3,5% reduziert wird und somit eine Franken-Performance von -2,5% resultiert. Der **gesamte Rohstoffmarkt**, abgesichert gegen Schweizer Franken, verlor im vierten Quartal ca. -13,8%. Der Rückgang seit Jahresanfang beträgt in etwa -11,9%. Hauptverantwortlich für die scharfe Korrektur ist die negative Energiepreisentwicklung. Kostete ein Fass Rohöl der Sorte Brent zu Beginn des Quartals noch 82.72 USD, so reduzierte sich der Preis bis Ende Jahr um -35,0% auf USD 53.80. Die Erwartung einer tieferen Ölnachfrage aufgrund schwächerer Wirtschaftsindikatoren und gedämpfter Konjunkturaussichten verunsichert die Anleger. Auch die umfangreichen Ausnahmeregelungen für den Bezug von iranischem Öl

sorgen dafür, dass das Angebot trotz Sanktionen vorderhand hoch bleibt. Zudem sind die USA wegen der steigenden Schieferölförderung inzwischen zum weltweit grössten Förderland geworden

## Entwicklung Rohstoffe USD 1 Jahr (indexiert)



und beliefern den Markt mit Rekordmengen. Das **Gold**, abgesichert gegen den Schweizer Franken, konnte im vierten Quartal um 6,7% zulegen. Zu Beginn des Quartals erholten sich die Notierungen, obwohl Hedge Fonds und andere professionelle Anleger sich nicht für das gelbe Metall erwärmen können und Wetten auf tiefere Preise ausstehend haben. Gerüchten zufolge haben Notenbanken, vorwiegend aus Schwellenländern, zur Käuferschicht gezahlt. Damit soll die Abhängigkeit vom US-Dollar gesenkt werden. Zudem machen die gegenwärtig tieferen US-Zinsen, die konjunkturellen Unsicherheiten und die Turbulenzen an den Aktienmärkten das Edelmetall wieder attraktiver. Wir gehen davon aus, dass das Gold bald noch mehr glänzen könnte.

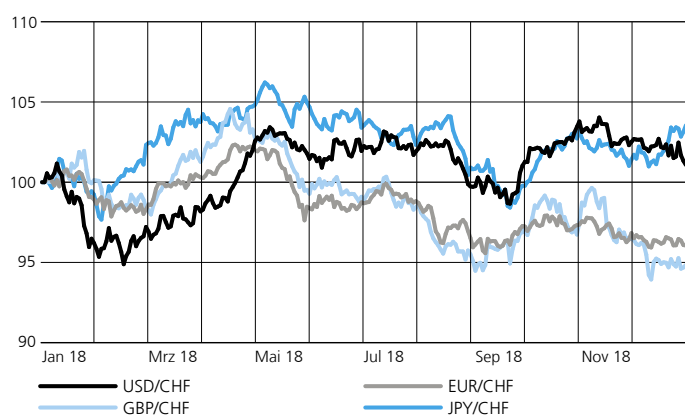
# Währungen

## Währungen im Überblick

### Politische Risiken in der Euro-Zone bleiben bestehen

Der Euro (EUR) kämpfte im abgelaufenen Quartal allen voran mit der Eintrübung der Konjunktur und mit politischen Unsicherheiten. Angesichts der Wachstumsdelle in der Euro-Zone sind die Zweifel an den geldpolitischen Normalisierungsplänen der Europäischen Zentralbank EZB gestiegen. Die Märkte gehen momentan noch davon aus, dass die EZB 2019 eine Zinserhöhung durchführen wird.

### Währungsentwicklung 1 Jahr (indexiert)

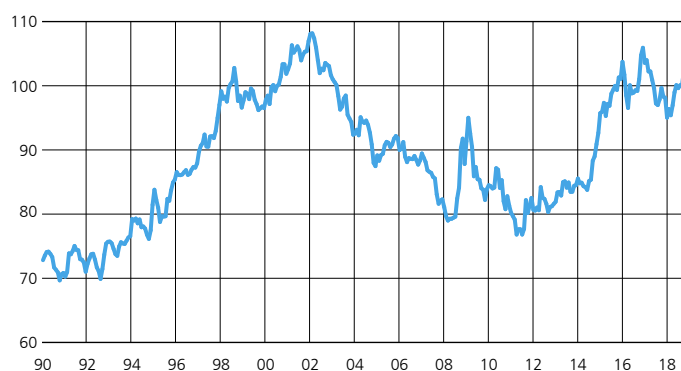


Sollte sie sich dagegen aussprechen, könnte das Vertrauen in den Euro abnehmen und der Schweizer Franken Auftrieb erhalten. Aber auch in der Schweiz hat sich das Konjunkturbild eingetrübt. Die Schweizerische Nationalbank SNB dürfte somit ebenfalls vorerst keine Dringlichkeit sehen, die Zinsen anzuheben. Allerdings nimmt der politische Druck auf die SNB, die Zinsen zu erhöhen, wieder zu. Die Negativzinsen haben unter anderem erhebliche Folgen für die Pensionskassen und sorgen am Immobilienmarkt für Marktverzerrungen. Des Weiteren stellt der stärkere Dollar der SNB mehr Handlungsspielraum zur Verfügung. Bislang stemmt sie sich jedoch dagegen und hat keinerlei Änderungen an der Geldpolitik angedeutet. Ein Lichtblick war die Übereinkunft Italiens mit der Europäischen Union im Budgetstreit. Das vereinbarte Budgetdefizit von 2,04% für Italien ist optimistisch und das Jahr 2019 wird für das Land wohl eine Herausforderung werden. Doch auch mit dieser Übereinkunft bleiben die politischen Risiken in der Euro-Zone weiterhin bestehen. Die drei grössten Volkswirtschaften, Deutschland, Frankreich und Italien, haben entweder mit angeschlagenen oder streitlustigen Regierungen zu kämpfen. Dieser Makel lastet gegenwärtig auf der europäischen Gemeinschaftswährung und hemmt deren Entwicklung. Es kann daher auf absehbare Zeit mit einer Seitwärtsbewegung des EUR zum CHF gerechnet werden.

### US-Notenbank schlägt mildere Töne an

Die robusten US-Konjunkturdaten und die steigende Zinsdifferenz liessen den US-Dollar (USD) zum CHF im November zwischenzeitlich neue Jahreshöchststände erklimmen. Die Übernahme des Repräsentantenhauses durch die Demokraten brachte den Greenback danach vorübergehend unter Druck. Wie erwartet hat die amerikanische Notenbank FED die Leitzinsen im Dezember weiter erhöht. Im Vorfeld wurde die Erhöhung kontrovers diskutiert. Angesichts der jüngsten Turbulenzen an den Börsen hatten Stimmen vor einer weiteren Verschärfung der Geldpolitik gewarnt. Durch die höheren Zinsen könnte die konjunkturelle Boomphase in den USA abgewürgt werden. Ein prominenter Vertreter dieser Gruppe war auch

### USD handelsgewichteter Index



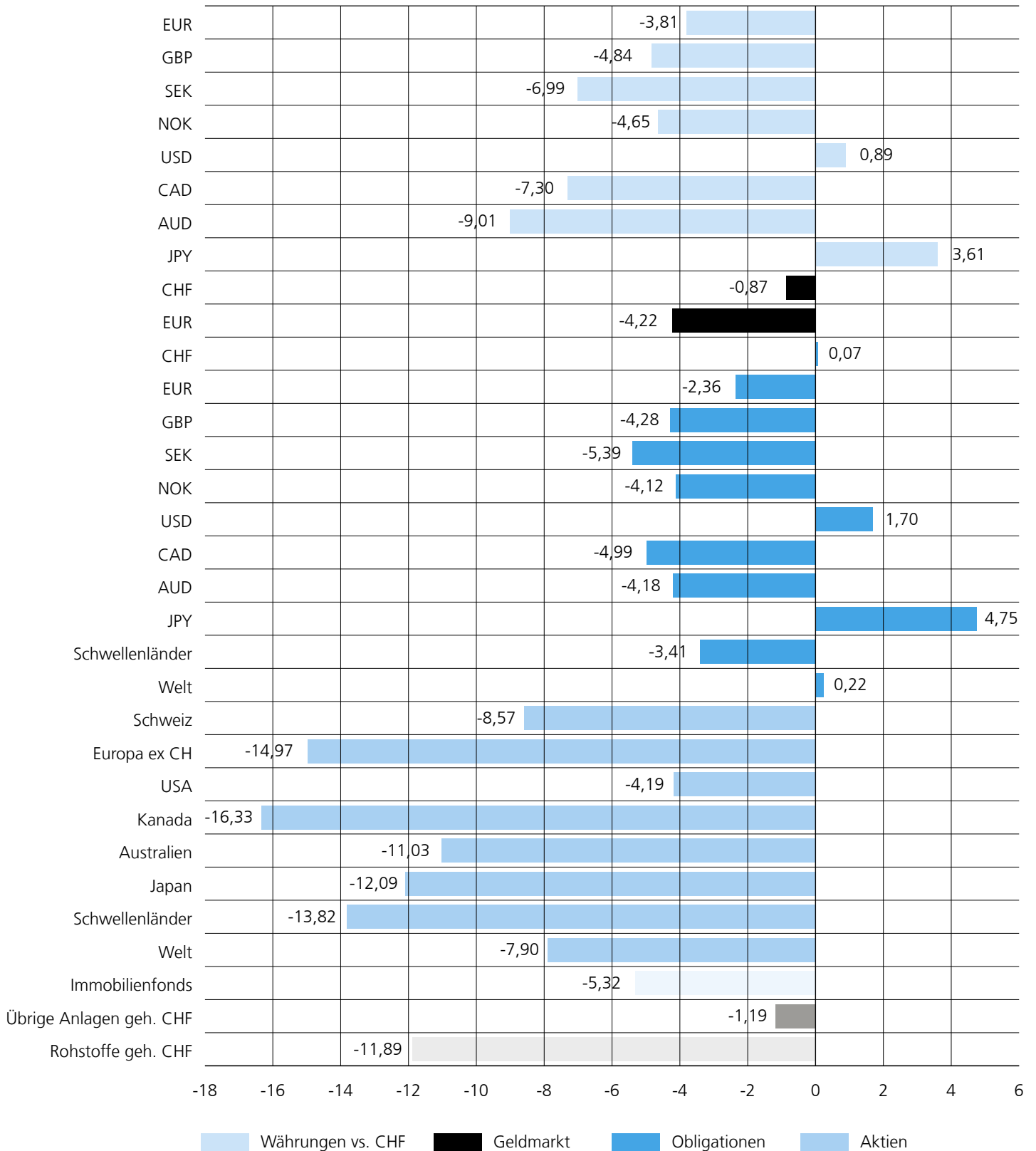
US-Präsident Donald Trump. Das FED liess sich jedoch nicht von seinem Vorhaben abbringen. Allerdings schlug es im Ausblick auf das neue Jahr mildere Töne an. Der Zinsausblick wurde leicht gesenkt. Neu stellt das FED für das kommende Jahr zwei statt der bislang anvisierten drei Straffungen in Aussicht. Dies dürfte das Aufwärtspotenzial für den Dollar im kommenden Jahr begrenzen.

### Britisches Pfund weiter volatil

Trotz der eigentlich abgeschlossenen Austrittsverhandlungen zwischen Grossbritannien und der EU kehrt keine Beruhigung in der Brexit-Frage ein. Im Gegenteil. Die englische Regierung ist gespaltenere denn je und eine Zustimmung zu den Austrittsmodalitäten ungewiss. Inmitten der politischen Wirren rutschte das britische Pfund zum Schweizer Franken Mitte Dezember vorübergehend auf ein Jahrestief ab. Die bestehenden Unsicherheiten veranlassten die britische Notenbank denn auch, eine abwartende Position einzunehmen und den Leitzins in ihrem letzten Beschluss unverändert zu belassen. Die bleibenden Verunsicherungen lasten weiterhin auf der Währung und werden für eine höhere Volatilität sorgen.

# Marktpformance

1. Januar bis 31. Dezember 2018 (Basis CHF)



# Anlagestrategie

## Konjunktur

	BIP (vs. Vorjahr)		Inflation (Jahresdurchschnitt)	
	2019	2020	2019	2020
Schweiz	1,7	1,5	0,7	1,0
Euro-Zone	1,6	1,3	1,6	1,4
USA	2,3	2,0	2,3	2,2
Japan	1,0	0,6	1,1	1,7
China	6,2	6,0	2,3	2,4
Schwellenländer	4,7	4,8	3,6	3,3

## Währungen und Zinsen

Trend (3 Monate)

Zinsen	Geldmarkt	Kapitalmarkt
CHF	→	→
EUR	→	→
USD	→	→
JPY	→	→

Währungen	
EUR / CHF	→
USD / CHF	→
JPY / CHF	→
GBP / CHF	→

## Aktien

Trend (3 Monate)

Schweiz	→
Europa	→
USA	→
Japan	→
Schwellenländer	→

## Nicht traditionelle Anlagen

Trend (3 Monate)

Immobilien Schweiz	→
--------------------	---

## Anlagepolitik aktuell

Neben den bekannten politischen Belastungsfaktoren sind es momentan zwei andere grosse Themen, welche die Marktteilnehmer intensiv beschäftigen. Einerseits geht es um die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik. Die massgebenden Notenbanken sind unter der Führung der USA mittlerweile in ihrer geldpolitischen Ausrichtung restriktiver geworden. Es wird sich nun zeigen, wie sich die weniger generöse Liquiditätsversorgung auf die Wirtschaft und die Finanzmärkte auswirken wird. Das zweite Thema betrifft die jüngste Eintrübung der globalen Konjunkturlage. Insbesondere in Europa sowie in China ist die Wachstumsdynamik deutlich zurückgegangen. Schuld daran sind im Fall von Europa einerseits die politischen Querelen, andererseits die handelspolitischen Diskussionen. Die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt, China, spürt dagegen die Auswirkungen der im Zug des Handelsstreits eingeführten Zölle. Zudem befindet sich die chinesische Wirtschaft in einer Umbauphase von weniger export- und investitionsgetriebenem Wachstum zu einem stärkeren Fokus auf den Binnenkonsum. Es wird sich nun zeigen, wie die Anleger mit diesen Herausforderungen umgehen werden.

Die Anleihensmärkte haben im bisherigen Jahresverlauf den Trend zu höheren Zinsen gut überstanden. Dies hat in erster Linie mit den steigenden Marktunsicherheiten zu tun, welche die Anleger in sichere Häfen wie Obligationen hat flüchten lassen. Die höhere Nachfrage liess die Preise steigen und wirkte dem geldpolitischen und konjunkturellen Aufwärtsdrang der Zinsen entgegen. Es ist davon auszugehen, dass diese Entwicklung auch im nächsten Jahr zu beobachten sein wird. Gegen einen übermässigen Anstieg der Renditen sprechen die schwächere Konjunktorentwicklung und die moderaten Inflationsraten. Zudem werden die Notenbanken voraussichtlich eine marktschonende Normalisierung nach dem Vorbild der USA anstreben. Aufgrund der tiefen Renditen bleiben wir in der Obligationenquote insbesondere im Franken taktisch untergewichtet. Die Zinssensitivität und damit die durchschnittliche Laufzeit haben wir selektiv reduziert. Die Aktienmärkte spüren momentan die Skepsis der Anleger am ausgeprägtesten. Die Gewinnmitnahmen der letzten Wochen haben zu rückläufigen Bewertungen geführt. Damit bieten sich mittlerweile interessante Investitionsmöglichkeiten. Dies selbstverständlich nur aus der Optik, dass die globale Wirtschaft nicht zu stark abkühlt und die politischen Risiken sich nicht weiter ausdehnen. Andernfalls müssen die Gewinnerwartungen angepasst werden und die moderate Bewertung würde sich relativieren. Wir halten aus der Abwägung von Chancen und Risiken gegenwärtig eine neutrale Aktienquote. Die Gewichtungen der Schweizer Immobilienfonds sowie der übrigen Anlagen werden ebenfalls benchmarknah gehalten. Wir schätzen den risikodämpfenden Charakter sowie die zum Teil marktunabhängige Renditeoptik dieser Anlagen.

Nähere Informationen zur aktuellen Anlagestrategie finden Sie monatlich unter [www.akb.ch/pm](http://www.akb.ch/pm).