

## Fokus

Der Stimmungswechsel an den Finanzmärkten hat zu einer Aufwertung des Schweizer Frankens geführt.

- **Schweiz:** Der Einkaufsmanagerindex der Industrie hat nochmals nachgegeben. Er liegt nun auf dem tiefsten Stand seit zehn Jahren.
- **Europa:** Während in der Euro-Zone die schlechte Stimmung in der Industrie anhält, gibt der Dienstleistungsbereich Grund zur Hoffnung.
- **USA:** Der Zuwachs des BIP hat sich im zweiten Quartal abgeschwächt. Er lag aber dennoch über den Erwartungen.

### Clientis Marktkommentar

Wieder aufkeimende Sorgen im Zusammenhang mit dem Handelsstreit zwischen China und den USA haben an den globalen Aktienmärkten zu Monatsbeginn zu einer mehrtägigen Korrektur geführt. Nebst der Ankündigung neuer Strafzölle auf chinesische Importe wird auch die jüngste Abwertung der chinesischen Währung Yuan als weitere Eskalation des Zwists zwischen den beiden Grossmächten gewertet.

Als zusätzlicher Belastungsfaktor für die Aktienmärkte entpuppten sich die Äusserungen von Jerome Powell, Vorsitzender der amerikanischen Notenbank (Fed), im Anschluss an die Sitzung der Währungshüter von Ende Juli. Obschon das Fed den Leitzins wie vom Markt erwartet erstmals seit zehn Jahren wieder um 25 Basispunkte gesenkt hat, drosselte Powell die Erwartungen an eine lange anhaltende Zinssenkungsperiode und hat damit die Anleger aus ihrem Dornröschenschlaf geholt.

Der Stimmungswechsel an den Finanzmärkten hat zu einer Aufwertung des Schweizer Frankens geführt. Die Verunsicherung veranlasste die Anleger, vermehrt auch Investitionen in die Krisenwährung Gold zu tätigen. Der Preis für eine Feinunze erreichte zu Monatsbeginn erstmals seit sechs Jahren wieder die Marke von USD 1'500. Gleichzeitig wurden die Anleihenrenditen weltweit teilweise auf neue Tiefststände getrieben. In der Schweiz notieren mittlerweile alle Bundesobligationen mit einer negativen Rendite. Global betrachtet werfen rund 25% der ausstehenden Anleihen keine positive Rendite mehr ab.

Obwohl die Risiken wieder angestiegen sind, erscheinen die Aktienmärkte mangels alternativen Renditequellen noch immer als relativ attraktiv. Da wir aber in den nächsten Monaten mit einer erhöhten Volatilität rechnen, behalten wir unsere neutrale Aktienpositionierung bei.

# Globale Konjunktur

## USA: Konjunkturabschwächung im zweiten Quartal

Nachdem das Bruttoinlandprodukt (BIP) der USA im ersten Quartal 2019 noch über 3% zulegen konnte, hat sich der Zuwachs im zweiten Quartal abgeschwächt. Das Plus betrug gut 2%. Es lag damit dennoch über den Erwartungen von Marktteilnehmern und Ökonomen. Positiv zeigte sich der private Konsum. Dieser legte gemäss den vorläufigen Zahlen um mehr als 4% zu, nach einem sehr schwachen Anstieg zu Beginn des Jahres.

Ökonomen gehen davon aus, dass die Konsumenten auch im laufenden Quartal die US-Konjunktur stützen werden. Gründe hierfür sind die weiter sehr gute Verfassung des US-Arbeitsmarkts (**Abb. 1**) und die wieder gestiegene Stimmung der Konsumenten. Diese bewegt sich nach wie vor auf einem historisch hohen Niveau.

Eine Belastung ist dagegen die Handelspolitik von Donald Trump. Die erhobenen Zölle auf chinesische Produkte werden in erster Linie von der heimischen Wirtschaft und den Konsumenten getragen. Die angekündigte nochmalige Verschärfung per Anfang September im Handelsstreit verheisst nichts Gutes. Es wird deshalb mit einer weiteren Abschwächung der Konjunkturdynamik gerechnet.

Abb. 1: USA – Arbeitsmarkt

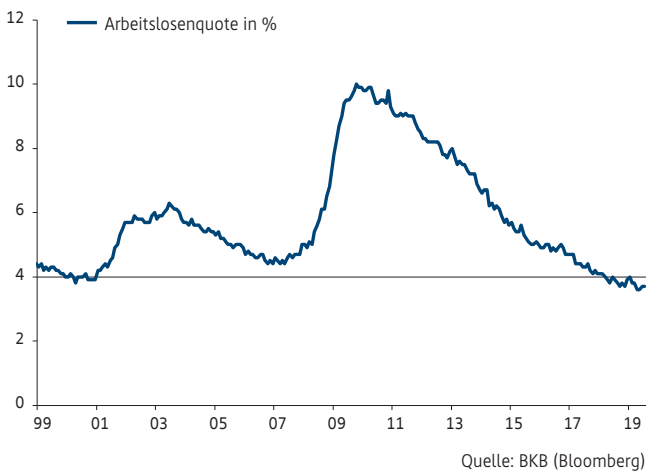
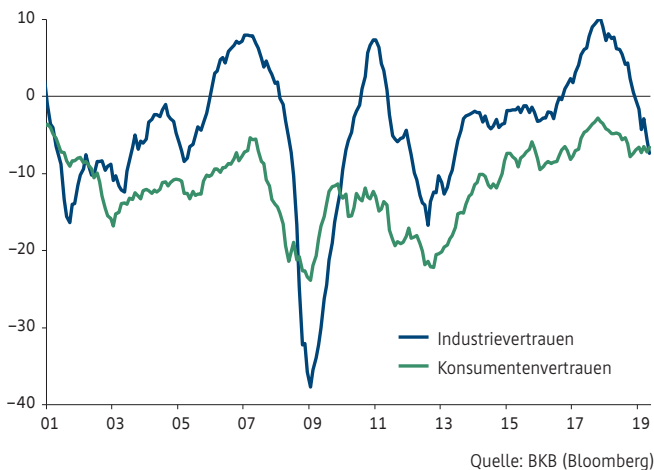


Abb. 2: Euro-Zone – Stimmungsindikatoren



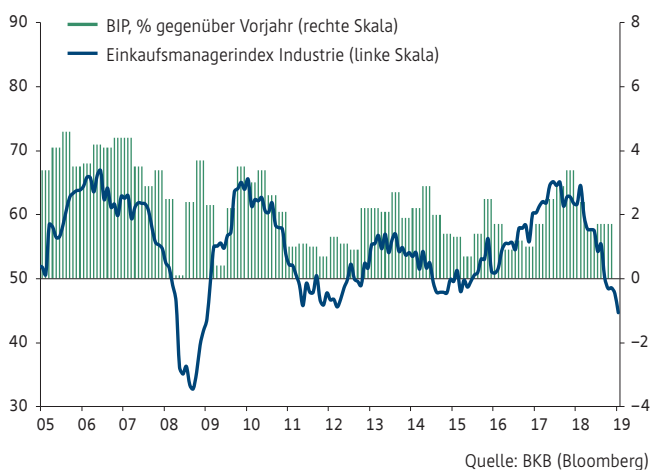
## EU: Schlechte Stimmung in der Industrie hält an

Im Juli hielt die schlechte Stimmung unter den EU-Unternehmen an. Die Einkaufsmanagerindizes der Industrie verharren teils deutlich im kontraktiven Bereich und deuten auf eine rezessive Konjunktur-entwicklung hin (**Abb. 2**). Die Industrie leidet unter dem globalen Handelskonflikt und den Unsicherheiten rund um den Brexit. Grund zur Hoffnung gibt dagegen die Stimmung im Dienstleistungsbereich. Hier sind die Indikatoren nach wie vor expansiv. Positiv wirkt in diesem Zusammenhang die gute Stimmung unter den Konsumenten und die erneut gesunkene Arbeitslosenquote.

## Schweiz: Beschäftigung trotz schlechter Stimmung

Die Stimmung der Schweizer Industrie kann sich vom allgemeinen Trend nicht abkoppeln. Der Einkaufsmanagerindex gab nochmals nach. Er liegt auf dem tiefsten Stand seit Mitte 2009 (**Abb. 3**) und nur wenig über dem Niveau des vergleichbaren deutschen Index. Für einen Lichtblick sorgt dagegen der Subindex Beschäftigung. Dieser liegt über der kritischen 50-Punkte-Marke und verspricht weitere Einstellungen seitens der Unternehmen. Dies deckt sich auch mit dem Beschäftigungsbarometer des KOF. Die Mehrheit der inländorientierten Unternehmen plant demnach in den kommenden Monaten einen Aufbau der Beschäftigung.

Abb. 3: Schweiz – Frühindikator und BIP



# Zinsen, Währungen und Immobilienmarkt

## US-Notenbank kontra Donald Trump

Die US-Notenbank hat wie erwartet den Leitzins Ende Juli um 25 Basispunkte gesenkt. Dies war die erste Zinssenkung seit dem Ende der Finanzkrise 2009. Damit kam sie zwar einer zentralen Forderung von Präsident Trump nach, der Umfang der Zinssenkung sowie die Aussagen zur weiteren Ausrichtung der Geldpolitik haben Donald Trump jedoch nicht befriedigt. So hat die Fed es unterlassen, einen Automatismus für weitere Zinssenkungen in Aussicht zu stellen. Vielmehr bleibt sie dabei, ihre Geldpolitik falls nötig an die sich verändernden Gegebenheiten situativ anzupassen.

Der Zinsschritt wurde denn auch weniger mit dem aktuellen Konjunkturausblick begründet, sondern vielmehr mit den Risiken rund um den Handelskonflikt zwischen den USA und China. Dies lässt den direkt im Anschluss von Donald Trump gefällten Entscheid, die Zölle auf chinesische Waren weiter auszudehnen, in einem sehr speziellen Licht erscheinen. Man könnte fast den Eindruck gewinnen, als ob er damit der unabhängigen US-Notenbank seinen Willen zu deutlich tieferen Zinsen aufzwingen möchte. Die Logik: Verschärft sich der Handelskonflikt, sind weitere Zinssenkungen nötig.

## EZB stellt weitere Lockerung der Geldpolitik in Aussicht

Auch die Europäische Zentralbank (EZB) ist den Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer gerecht geworden. Ende Juli hat sie zunächst alles beim Alten gelassen. Eine weitere Lockerung der Geldpolitik bleibt somit auf der Agenda für die Sitzung im September. Die Wahrscheinlichkeit ist gross, dass EZB-Präsident Mario Draghi zum Abschied nochmals eine leichte Zinssenkung und/oder eine Wiederaufnahme der Anleihenkäufe bekanntgeben wird. Die genaue Ausgestaltung der Massnahmen ist indes offen.

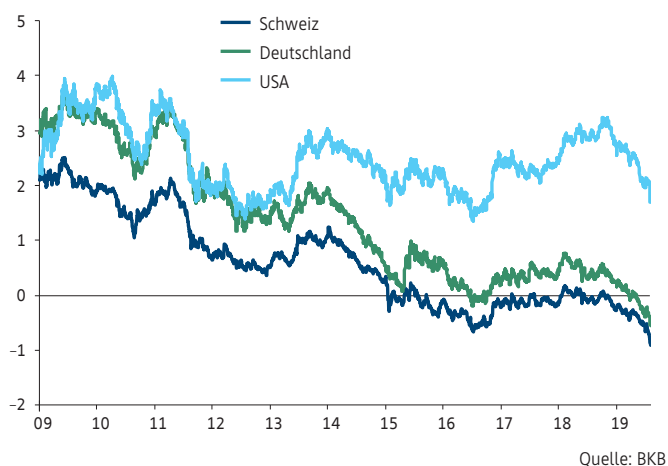
Die Schweizerische Nationalbank (SNB) dürfte somit weiterhin an ihrer aktuellen Politik festhalten. Dabei hat sie wieder verstärkt den Euro-Franken-Kurs im Blick, der unter die Marke von CHF 1.10 je EUR gesunken ist. Es gibt Anzeichen dafür, dass sie sich mit Devisenmarktinterventionen gegen eine deutlichere Aufwertung des Frankens stemmt. Obligationen bleiben unattraktiv. Die Rendite 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen ist auf minus 0,9% p.a. gesunken (**Abb. 1**). Kauft man eine solche Anleihe und hält sie bis zu ihrem Verfall, dann realisiert man einen Verlust von 9%.

## Sehr gute Werte am Schweizer Immobilienmarkt

Die kotierten Schweizer Immobilienanlagen weisen seit Jahresanfang weiterhin eine sehr gute Wertentwicklung auf. Die Immobilienaktien haben im Vergleich zu den Fonds auch per Ende Juli die Nase vorne. Das Plus bei den Immobilienaktien beträgt per 31.07.2019 rund 17,5%. Bei den Immobilienfonds beträgt das Plus hohe 15,5%. Die Indizes haben im Juli neue Hochs erreicht. Die Turbulenzen an den Aktienmärkten Anfang August hatten kaum einen negativen Einfluss. Die Immobilienaktien gaben nur leicht nach. Die Agios bei den Fonds haben nochmals zugelegt. Die Kursaufschläge der Wohnimmobilienfonds bleiben über denen der kommerziellen Immobilienfonds.

Das Risiko einer Blasenbildung auf dem Schweizer Immobilienmarkt hat weiter abgenommen. Der UBS Swiss Real Estate Bubble Index ist erneut leicht gesunken. Der Markt für Schweizer Immobilienanlagen wird weiter durch die historisch tiefen Obligationenrenditen gestützt. Die relative Attraktivität von Immobilienanlagen im Vergleich zu Obligationen bleibt bestehen.

Abb. 1: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in %



# Aktienmarkt

## Globale Aktienmärkte im Juli weiter im Aufwind

Die Aktienmärkte der Industrieländer konnten im Juli ihren Aufwärtstrend nochmals fortsetzen. Der MSCI World Developed Markets Index erzielte eine Monatsperformance von +1,8% in CHF, wozu der amerikanische Aktienmarkt mit +2,9% in CHF wesentlich beitrug. Der Schweizer Aktienmarkt konnte um 0,8% zulegen. Damit erzielte er eine Outperformance gegenüber den Aktienmärkten der Schwellenländer, die mit einer Monatsperformance von 0,1% in CHF auf der Stelle traten. Auch die Aktien der Euro-Zone waren aus Sicht eines Schweizer Investors nicht gewinnbringend. Die EUR-Abwertung trug massgeblich zur negativen Monatsperformance von -0,8% bei.

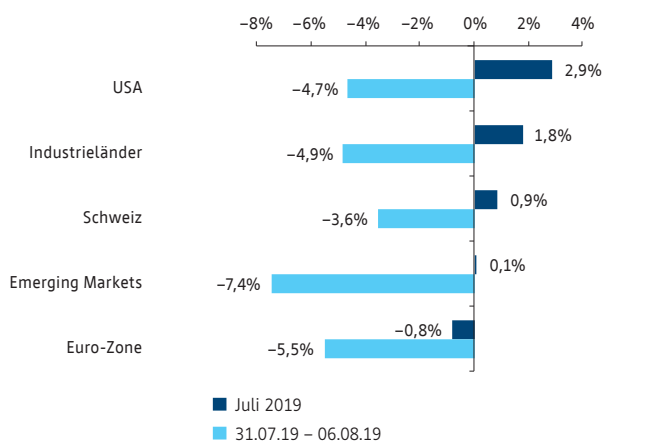
Während im Juli noch die Aussicht auf die anstehenden Zinssenkungen die Aktienmärkte unterstützte, trübte sich die Stimmung Anfang August angesichts der Eskalation des US-chinesischen Handelskonflikts massiv ein. Die Aktienpreise gaben deutlich nach (**Abb. 1**).

Auf globaler Sektorebene hatten im Juli Titel aus dem Technologie- und dem Kommunikationssektor die Nase vorne. Im Zuge des Markteinbruchs Anfang August waren dagegen die Verluste defensiver Titel aus den Bereichen Versorger, Immobilien und Gesundheit erwartungsgemäss am geringsten.

## Gewinne: verhalten – mit positiven Überraschungen

In der laufenden Berichtssaison für die Unternehmensergebnisse des zweiten Quartals zeichnet sich ab, dass die Gewinne der Unternehmen aus dem S&P 500 Index im Vergleich zum Vorjahresquartal leicht gewachsen sind (**Abb. 2**). Insbesondere waren die Gewinneinbrüche bei Technologie- und Energieunternehmen weniger stark als befürchtet. Auch die amerikanischen Industrieunternehmen haben die Analysten positiv überrascht. Insgesamt bleibt das Gewinnwachstum aber sehr verhalten und entspricht der abnehmenden Dynamik im gesamtwirtschaftlichen Umfeld.

**Abb. 1: Aktienperformance im Juli und Anfang August**  
Net Total Return Indizes in CHF



**Abb. 2: Gewinnwachstum S&P 500**  
im Vergleich zum Vorjahresquartal

